do
lombia

un detallado estudio sobre los diferentes aspectos jurídicos
valores, haciendo énfasis en temas regulatorios, operacio-
os, prudenciales e internacionales. Así, en los diferentes ca-
lo referente a los aspectos económicos del mercado de va-
ncia de los estándares internacionales en dicho mercado,
tervención del Estado, la estructura institucional del merca-
s actividades dentro del mercado, la importancia de los in-
ucionales y los fondos de inversión, los criterios nacionales
en materia de protección de inversionistas, competencia y
nsabilidad de proveedores. Igualmente, se desarrolla lo re-
ecanismos de estructuración y financiación por medio de
quitar con lo pertinente al tema operacional, destacándose
de repos, simultáneas, transferencia temporal de valores,
derivados financieros. Respecto de estos temas, el lector
aterial de consulta con el cual podrá realizar importantes re-
es tanto en aspectos académicos como profesionales en el
res.

ISBN: 978-958-772-997-9



Estudios jurídicos sobre el Mercado de Valores

Luis Fernando López Roca
Mauricio Baquero Herrera
Jorge Armando Corredor Higuera
Editores

Universidad Externado de Colombia

Estudios jurídicos sobre el Mercado de Valores

Luis Fernando López Roca
Mauricio Baquero Herrera
Jorge Armando Corredor Higuera
Editores



LUIS FERNANDO LÓPEZ ROCA
MAURICIO BAQUERO HERRERA
JORGE ARMANDO CORREDOR HIGUERA
Editores

ESTUDIOS JURÍDICOS SOBRE EL MERCADO DE VALORES

UNIVERSIDAD EXTERNADO DE COLOMBIA
DEPARTAMENTO DE DERECHO FINANCIERO Y BURSÁTIL

Estudios jurídicos sobre el mercado de valores / Emilio José Archila Peñalosa [y otros] ; Luis Fernando López Roca, Mauricio Humberto Baquero Herrera, Jorge Armando Corredor Higuera (eds.) – Bogotá : Universidad Externado de Colombia. 2018.

799 páginas ; 24 cm.

Incluye referencias bibliográficas.

ISBN: 9789587729979

1. Bolsa de valores – Aspectos jurídicos — Colombia 2. Inversiones — Aspectos jurídicos – Colombia 3. Mercado de capitales — Aspectos jurídicos -- Colombia 4. Finanzas — Aspectos jurídicos — Colombia I. López Roca, Luis Fernando, editor II. Baquero Herrera, Mauricio Humberto, editor III. Corredor Higuera, Jorge Armando, editor IV. Universidad Externado de Colombia V. Título.

332.642 SCDD 21

Catalogación en la fuente -- Universidad Externado de Colombia. Biblioteca. EAP.
Octubre de 2018

ISBN 978-958-772-997-9

Calle 12 n.° 1-17 este, Bogotá
Teléfono (57 1) 342 0288
publicaciones@uexternado.edu.co
www.uexternado.edu.co

Primera edición: noviembre de 2018

Diseño de cubierta: Departamento de Publicaciones
Corrección de estilo: Santiago Perea Latorre
Composición: Precolombi EU-David Reyes
Impresión y encuadernación: Imageprinting Ltda.
Tiraje de 1 a 1.000 ejemplares

Impreso en Colombia
Printed in Colombia

EMILIO JOSÉ ARCHILA PEÑALOSA
MAURICIO BAQUERO HERRERA
DIANA BOGOTÁ PRIETO
ADRIANA MARÍA CELY R.
JORGE ARMANDO CORREDOR HIGUERA
CARLOS FRADIQUE MÉNDEZ
FELIPE GAVIRIA
JUAN PABLO GONZÁLEZ MEJÍA
MARÍA DEL PILAR JÁCOME OROZCO
JUAN FELIPE JIMÉNEZ TRUCCO
LUIS FERNANDO LÓPEZ ROCA
ÉDGAR ELÍAS MUÑOZ JASSIR
JORGE ALBERTO PADILLA SÁNCHEZ
ANA MARÍA PRIETO ARIZA
SERGIO RODRÍGUEZ AZUERO
LUZ PIEDAD RUGELES
CARLOS ALBERTO SANDOVAL REYES
JUAN CARLOS VARÓN PALOMINO
SEBASTIÁN ZAPATA VEIRA
FERNANDO ZUNZUNEGUI

CONTENIDO

II. Actividades del mercado de valores

III. Deberes y obligaciones de los participantes en el mercado de valores

V. Operaciones y derivados

PRESENTACIÓN

El mercado de capitales representa un eje fundamental en cualquier economía, ya que por conducto de dicho mercado se canalizan los recursos económicos entre agentes económicos con superávit y déficit de recursos. En este escenario, el mercado de valores se presenta como el mecanismo por medio del cual empresas, patrimonios especiales y el Estado pueden obtener liquidez a través de la emisión de valores adquiridos por inversionistas con la participación de intermediarios de valores y proveedores de infraestructura, con la subsecuente negociación de dichos valores ya emitidos en esquemas de negociación de valores de mercados secundarios.

El Estado, en aras de proteger a los inversionistas, la estabilidad del mercado de valores y la libre formación de precios y disciplina en el citado mercado, ha establecido criterios de intervención a través de procesos de regulación y supervisión. Así, tanto las autoridades locales de regulación como los organismos supranacionales establecen los criterios mínimos en materia de regulación prudencial, protección de los inversionistas e intercambio de información, lo cual ha llevado a una homogeneización global en lo que a criterios regulatorios y de supervisión de los mercados de valores se refiere.

El caso colombiano no ha sido ajeno a las dinámicas del mercado de valores, contando con una evolución tanto en el desarrollo del mercado como en los criterios de intervención estatal. La creación de la Bolsa Popular de Medellín en el año de 1901 y la de la Bolsa de Valores de Bogotá en 1928 representan hitos en la estructuración del mercado de valores nacional. Más tarde, por razón de la creación de la Bolsa de Valores de Bogotá, se buscaría instaurar una entidad que supervisara las actividades de las sociedades anónimas abiertas, dando lugar a la creación de la Superintendencia de Sociedades Anónimas por medio de la Ley 58 de 1931. Por su parte, la Ley 32 de 1979 actualizó los mecanismos de intervención del Estado en el mercado de valores.

Con la Constitución Política de 1991 se estructuró el modelo institucional del mercado de valores colombiano, al consagrar un esquema de intervención del Estado en los mercados a través de procesos de regulación y supervisión y con la consideración del mercado de valores como una actividad de interés público. Ahora bien, a partir del artículo transitorio 52 de la Constitución se estructuró la Superintendencia de Valores, que en 1979 había tomado elementos de las legislaciones mexicana y argentina para dar paso a la entonces Comisión Nacional de Valores. Finalmente, la Ley 964 de 2005 consagró una nueva visión para el mercado de valores colombiano, con el fin de buscar que

el modelo institucional estuviera acorde con los estándares internacionales establecidos por la arquitectura financiera internacional, en especial, con los estándares de la IOSCO.

Por otra parte, debido a los procesos de globalización, los trasplantes jurídicos de estándares internacionales y la cuarta revolución tecnológica, el mercado de valores colombiano afronta grandes retos, verbigracia, la implementación de estándares regulatorios internacionales acorde con los criterios constitucionales y legales, los procesos de integración económica (como es el caso de la Alianza del Pacífico) y el impacto de las nuevas tecnologías y de nuevos esquemas negociales, tales como *blockchain*, plataformas de financiamiento, IA, *robo advisors*, *high frequency trading*, entre otros.

Bajo estos antecedentes, el presente libro, resultado de un esfuerzo de varios años adelantado por el Departamento de Derecho Financiero y Bursátil de la Universidad Externado de Colombia, del que me honra ser el director, pretende dotar a la comunidad académica y profesional de un instrumento idóneo para el estudio de los principales aspectos jurídicos del mercado de valores. Los profesores Mauricio Baquero, director del Observatorio del Sistema Financiero y del Mercado de Valores, y Jorge Corredor, docente investigador del Departamento, al igual que el suscrito, cumplimos con la misión de ser los editores de un trabajo colaborativo que pretende articular de manera organizada y sistemática el tratamiento de aquellos temas que son fundamentales en la concreción de esta temática particular, que normalmente en el país se encuentra contenida en disposiciones legales o reglamentarias, varias de ellas aisladas, pero no en tratados o cuerpos doctrinales que presenten a la comunidad el tema de una manera clara y completa.

El trabajo que hoy presenta la Universidad Externado de Colombia recoge aportes intelectuales de muchos expertos provenientes de diversas universidades colombianas, en las cuales varios de ellos ostentan la respectiva cátedra. Por lo tanto, se trata de un logro que no está circunscrito al ámbito académico de nuestra universidad y sus profesores, sino que constituye un legado académico mucho más amplio por el hecho de involucrar tantos enfoques como formaciones tienen los profesores que con su aporte han participado en este proyecto.

Esta obra busca realizar un estudio pormenorizado respecto de los diferentes criterios jurídicos del mercado de valores, haciendo hincapié en los aspectos regulatorios, operacionales, tecnológicos, prudenciales e internacionales propios de este mercado. En los diferentes capítulos se analiza lo pertinente a los aspectos económicos y financieros del mercado de valores, la importancia de

los estándares internacionales en dicho mercado, los criterios de intervención del Estado y la estructura institucional del mercado de valores.

Dentro de las actividades del mercado, el libro profundiza en lo relacionado con la emisión y oferta pública de valores; lo relativo a los intermediarios de valores y las principales operaciones de intermediación y administración de portafolios de inversión (en especial lo relacionado con fondos de inversión colectiva); lo concerniente a las sociedades calificadoras de riesgo, al igual que a la importancia de los inversionistas institucionales y los fondos de inversión, y también en los criterios nacionales e internacionales en materia de protección de inversionistas, competencia y régimen de responsabilidad de proveedores de infraestructura.

Así mismo, se desarrolla el punto de los mecanismos de estructuración y financiación a través de valores, para terminar con lo pertinente al tema operacional, destacándose operaciones como las de repos, simultáneas, transferencia temporal de valores, ventas en corto y derivados financieros.

En relación con estos temas, el lector encontrará un material de consulta fundamental para llevar a cabo sus análisis y reflexiones tanto con un enfoque puramente académico como con ocasión o en la perspectiva del trabajo profesional en el mercado de valores.

Luis Fernando López Roca
Director del Departamento de Derecho Financiero y Bursátil
Coeditor

Bogotá, noviembre de 2018

1. CARACTERÍSTICAS DEL MERCADO DE VALORES E INTERVENCIÓN DEL ESTADO

CARLOS ALBERTO SANDOVAL REYES*

Funciones del mercado de valores

INTRODUCCIÓN

El propósito de este capítulo es ofrecer unos conceptos y elementos básicos que faciliten el entendimiento sobre el origen, las funciones y los determinantes de la evolución del mercado de valores. El temario se desarrolla en cuatro secciones.

La primera define los mercados financieros, de capitales y de valores, y explica las razones para su existencia. Dichos mercados se originaron y se han desarrollado básicamente porque los productos y servicios que proveen incrementan la eficiencia y capacidad productiva de los agentes económicos. También se resalta que la formación de capital es el principal factor que estimula el desarrollo de los mercados de capitales, y se destaca el papel crítico de la política pública para reducir la incertidumbre de los agentes y dinamizar los niveles de inversión, tarea que va más allá de la reducción en el costo de capital. Al final de la sección se hace referencia a algunos episodios históricos, los cuales ayudan a sustentar las condiciones para la gestación y posterior crecimiento del mercado de valores.

La segunda sección resume una amplia literatura sobre la relación entre el desarrollo de los mercados financieros (intermediados y de valores) y el desarrollo económico de los países, e introduce la discusión sobre las estructuras de los mercados, en la medida en que en algunos países está centrada en bancos mientras que en otros lo está en los mercados de valores. Aun cuando la inversión es la determinante fundamental para el desarrollo del mercado de valores, se resaltan algunos aspectos institucionales que son requeridos para su consolidación.

La tercera sección comenta sobre los beneficios que obtienen quienes acceden al mercado de valores. Primero se mencionan algunas razones para que una empresa haga presencia en dicho mercado, y se resalta que el acceso directo a los inversionistas guarda una relación directa con el tamaño de las compañías. El ejemplo de Ecopetrol, que se presenta en un anexo, ilustra la relación estrecha entre la inversión empresarial y el desarrollo del mercado, así como

---

* Administrador de empresas y economista de la Universidad Externado de Colombia. Master of Science en Fiscal Studies de la Universidad de Bath. Master of Science en Public Policy de la Universidad de Londres. Estudios en Programación Financiera International en el Fondo Monetario. Vicepresidente de Estructuración y Gerencia de Proyectos de la Financiera de Desarrollo Nacional, ha sido presidente del Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, vicepresidente económico de Asobancaria y vicepresidente financiero de Ecopetrol.

las ventajas de acceder a diferentes instrumentos y vehículos de financiación. Luego se hace referencia a los beneficios que trae para los agentes invertir en instrumentos del mercado de valores y se mencionan las limitaciones de costo que enfrentan los participantes de tamaño pequeño. El lenguaje y los ejemplos que se utilizan son sencillos y tienen algún grado de detalle para beneficio del lector no especializado.

Al final del capítulo se describe la evolución del mercado de valores en Colombia en los últimos años[1]. A pesar de la mayor dinámica de la última década, se señala que nuestro mercado es pequeño, enfocado en renta fija y en una negociación muy concentrada en pocas especies. Luego se discute que la regulación y los esfuerzos de integración regional latinoamericana son elementos que pueden contribuir a la profundización de los mercados de valores, aun cuando no están en capacidad de compensar las limitaciones estructurales de una economía. El capítulo termina con unas breves conclusiones.

I. MERCADOS DE CAPITALES Y DE VALORES

En esta primera parte se introducen las definiciones y algunos conceptos básicos, así como las razones que dan origen a los mercados de capitales. Luego se comentan los determinantes de la inversión (formación bruta de capital) cuya dinámica está estrechamente relacionada con la de los mercados de capitales y de valores. Finalmente se mencionan algunos aspectos históricos del desarrollo de los mercados de valores, a fin de complementar y dar un contexto a los elementos conceptuales.

1.1. LAS DEFINICIONES: ¿QUÉ SON LOS MERCADOS DE CAPITALES Y DE LOS VALORES?

Conviene plantear de entrada los conceptos básicos. El mercado se define como una institución en la cual compradores y vendedores se "encuentran" para intercambiar bienes o servicios. Mercados hay de distintas clases, entre ellos de factores (laboral), de productos (bienes o servicios) y financieros[2].

1 Con la información disponible a la fecha de revisión y actualización del capítulo (octubre de 2017).

2 Rose, Peter S. y Milton H. Marquis. *Money and capital markets*, McGraw-Hill, 2008.

El mercado financiero es un concepto muy amplio que denota un espacio físico o virtual en donde se ofrecen y demandan instrumentos o productos que representan dinero y riesgos. Entre las múltiples actividades que cabrían en esa definición están: el manejo y administración de los recursos del público por parte de los intermediarios; las inversiones directas del público en instrumentos participativos y de deuda; la compra y venta de divisas, y la negociación de instrumentos derivados.

En razón del propósito funcional-económico de sus instrumentos y productos, usualmente se diferencia entre los mercados de capitales y los mercados monetarios. Los primeros proveen financiación para las inversiones a plazos mayores de un año que emprenden las empresas, los gobiernos o las familias. El mercado de capitales es "intermediado" cuando entidades financieras, usualmente bancos, captan recursos de unas unidades productivas con excedentes y posteriormente los colocan en calidad de préstamos en otras unidades que son deficitarias. En este caso se afecta el balance de la entidad financiera, tanto en su activo (registrando el crédito otorgado) como en el pasivo (registrando su obligación con el público). El mercado de capitales es "no intermediado" cuando las empresas obtienen los recursos directamente de los inversionistas, caso en el cual se afecta el balance de la entidad emisora, ya sea su patrimonio (emisión de acciones) o su pasivo (emisión de deuda). Para los inversionistas, los papeles emitidos se reflejan en su activo y en su patrimonio, y si la compra es apalancada (es decir con financiación) también se afecta el pasivo del inversionista.

El mercado de valores (correspondiente a títulos estandarizados, ya sean participativos o de deuda) es, entonces, un componente del mercado de capitales puesto que, por lo general, su propósito es financiar necesidades de inversión mayores a un año. No obstante, hay algunos instrumentos que si bien son valores (en su definición legal), por su naturaleza no son parte del mercado de capitales. Entre ellos están aquellos títulos o papeles que se emiten con vencimiento menor a un año, como algunos certificados de depósito a término (CDT), los cuales usualmente se clasifican como instrumentos del mercado monetario. De otra parte, si bien los derivados estandarizados (aquellos con características homogéneas de plazo y vencimiento) también son valores, su propósito esencial es cubrir los riesgos de los participantes, y por ende no son instrumentos de financiación.

Si bien todos los mercados comparten algunas características, conviene resaltar que los mercados financieros difieren de los demás en un aspecto central: mientras que en los tradicionales hay un intercambio físico o real de productos

y servicios, en los financieros se intercambian riesgos, los cuales se expresan en promesas futuras de pago o en expectativas de resultados[3].

1.2. ¿POR QUÉ EXISTEN ESOS MERCADOS?

En un mundo como el del teorema Arrow-Debreu, en el cual los mercados son "completos", no hay espacio o posibilidad para la existencia de mercados financieros. Se dice que los mercados son completos cuando los agentes económicos pueden adoptar previamente sus decisiones de producción y consumo previendo todos los posibles resultados intertemporales en un ambiente de incertidumbre.

En el mundo real, no obstante, esas condiciones no existen debido a la presencia de "fricciones" de diversa naturaleza. Unas son tecnológicas, ya que hay economías de escala, es decir que aquellos que producen mayores volúmenes registran menores costos unitarios de producción. Esto significa que ciertos beneficios no podrían ser capturados por la sociedad si las actividades se emprenden por parte de distintos agentes. También hay las llamadas "economías de alcance", porque a los agentes que tienen a su disposición una infraestructura física y tecnológica se les facilita realizar otras actividades complementarias en forma más eficiente frente a la alternativa de establecerlas arrancando de la nada. Otras "fricciones" están relacionadas con incentivos, porque la información –costosa– se encuentra distribuida de manera asimétrica entre los agentes, y, además, los contratos son incompletos debido a la imposibilidad de prever de antemano todas las contingencias[4].

Algún ejemplo ayudará a ilustrar lo anterior. En un principio el servicio bancario básico fue el depósito físico de metales. En la medida en que esos recursos no eran retirados en el corto plazo por parte de los depositantes se generó la posibilidad de prestarlos a terceros, con lo cual se producían ingresos adicionales. Esto ilustra la presencia de unas economías de alcance en la prestación de ciertos servicios financieros. De otra parte, en la medida en que un empleado bancario puede monitorear los negocios y evaluar los riesgos de varios potenciales clientes de crédito, una vez que ha sido contratado y se

3 STIGLITZ, JOSEPH E. *Whither Socialism?*, The Wicksell Lectures, Cambridge, Mass., The MIT Press, 1994.

4 KHAN, MOSHIN S y ABDELHAK S. SENHADJI. "Financial development and economic growth: An overview", International Monetary Fund-IMF Working paper WP/00/209, 2000.

cuenta con la infraestructura, cada análisis adicional de crédito tiene un costo marginal decreciente, creando las llamadas economías de escala.

De esta forma, razones tecnológicas y de incentivos crean las condiciones para que emerjan instituciones y mercados[5]. La existencia de entidades financieras que ofrecen un número creciente de productos y servicios se explica, entonces, porque posibilitan a todos los agentes de la economía, entre ellos a quienes tienen excedentes de liquidez o necesidades de financiación, efectuar intercambios en forma más eficiente. Si esos agentes se pudiesen "encontrar" y realizar sus operaciones directamente en forma más eficiente, no habría razón económica para justificar la existencia de esos mercados e instituciones.

En algunas circunstancias las imperfecciones de los mercados podrían suponer unos costos tan altos que harían prohibitivos los intercambios de bienes y productos. El rol de los intermediarios financieros[6] y su aporte al bienestar reside, entonces, en la posibilidad de eliminar, mitigar o reducir las imperfecciones y "fricciones", permitiendo que en un ambiente de incertidumbre se realice una asignación más eficiente de los recursos a través del tiempo y en su ubicación geográfica[7].

Los intermediarios financieros cumplen fundamentalmente cinco funciones en la economía[8]:

1. Facilitan que los riesgos se agrupen, cubran y diversifiquen.
2. Asignan recursos entre los sectores de la economía.
3. Monitorean y ejercen control sobre los administradores de las empresas.
4. Movilizan los ahorros.
5. Facilitan el intercambio de bienes y servicios.

Estas funciones, por supuesto, están interrelacionadas. Una mención sobre ellas permite ilustrar la forma en que el sistema financiero facilita la ejecución de inversiones de capital que impactan favorablemente el crecimiento económico.

5 LEVINE, ROSS. "Financial development and economic growth: Views and agenda", *Journal of Economic Literature*, vol. XXXV, junio de 1997.

6 Acá por intermediario debe entenderse tanto a los bancos como a las demás instituciones que "acercan" a ahorradores e inversionistas, entre ellos comisionistas de bolsa, fiduciarias, compañías de financiamiento, corporaciones financieras.

7 MERTON, ROBERT C y ZVI BODIE. *The Global Financial System: A functional perspective*, Harvard Business School Press, 1995, caps. 1 y 8.

8 LEVINE, "Financial development and economic growth: Views and agenda", cit.

Producir bienes y/o servicios requiere de plazos largos para su elaboración, y luego esperar tiempos adicionales para percibir los ingresos. En ausencia de mercados financieros, entonces, los inversionistas tendrían que comprometer e inmovilizar sus recursos por plazos amplios. Si los periodos (largos) de maduración de los proyectos tuviesen que coincidir con los deseos de los ahorradores por mantener dichas inversiones, muchos proyectos seguramente no se llevarían a cabo[9].

Los mercados financieros líquidos permiten y facilitan que los ahorradores adquieran activos (acciones, p. ej.) que son realizables (vendibles) a costos razonables en caso de que ellos quieran acceder de nuevo a sus recursos o modificar la composición de sus portafolios[10]. Cuando se reducen los riesgos y por ende se posibilita emprender proyectos de inversión más rentables se producen excedentes (nuevos ahorros) que estarían en capacidad de financiar otras inversiones, creando un círculo virtuoso. De alguna manera, señalan los mencionados autores, los inversionistas entran a estos mercados en la medida en que observen que hay oportunidades para salir. Los mercados financieros, entonces, cumplen una función indispensable movilizando el ahorro entre agentes con el propósito de financiar actividades productivas.

La permanente innovación financiera es, igualmente, una respuesta de los agentes del mercado para afrontar las diversas imperfecciones y "fricciones"[11]. Considerando que los horizontes temporales de inversión y el apetito por riesgo difieren en forma importante entre los agentes económicos, se generan oportunidades para ofrecer nuevos instrumentos, productos y servicios que atiendan requerimientos específicos o "a la medida". Diversas innovaciones, como los productos derivados, titularizaciones y negociación de índices, entre muchos otros, son una expresión de la forma en que los mercados financieros cumplen con unas funciones útiles para la sociedad. El mercado "mostrador"[12], por ejemplo, fue una innovación encaminada a hacer más eficiente[13] la ejecución de algunas órdenes y operaciones.

9 BENCIVENGA, VALERIE, BRUCE D. SMITH y ROSS M. STARR. "Equity markets, transaction costs and capital accumulation: An illustration", *The World Bank Economic Review*, vol. 10, n.º 2, mayo, 1996, pp. 241-265.

10 DEMIRGUC-KUNT, ASLI y ROSS LEVINE. "Stock markets, corporate finance and economic growth: An overview", *The World Bank Economic Review*, vol. 10, n.º 2, mayo, 1996, pp. 223-240.

11 TUFANO, PETER. *The Handbook of the Economics of Finance*, vol. 1, 2003, parte A, pp. 307-335.

12 Conocido como OTC por sus siglas en inglés (*Over the Counter*).

13 Para un participante, por ejemplo, no sería beneficioso mostrar a todo el mercado la necesidad de comprar/vender una posición de tamaño importante. Probablemente conseguiría mejores condiciones en una transacción bilateral no expuesta. Otro ejemplo es cuando se requiere una cobertura sobre una posición para una fecha determinada en la cual no hay un instrumento estandarizado disponible para negociar.

1.3. DETERMINANTES DE LA INVERSIÓN Y EL PAPEL DE LA POLÍTICA ECONÓMICA

La formación bruta de capital (inversión) es el elemento determinante del desarrollo de los mercados de capitales, porque la demanda de recursos al mercado de valores (no intermediado) y buena parte del mercado intermediado (bancario) proviene de los requerimientos para financiar proyectos de inversión. La pregunta que sigue es, entonces, ¿de qué depende la inversión?

En la teoría neoclásica tradicional la tasa de interés es el determinante principal de los niveles de inversión. En el modelo IS-LM, por ejemplo, la tasa de interés equilibra los mercados de bienes y del dinero. Dependiendo de la forma en que el analista visualice la pendiente de inclinación de esas curvas, habría mayor espacio para la política monetaria o para la fiscal. De allí se derivan recomendaciones para aumentar la oferta monetaria a fin de disminuir las tasas de interés y estimular una mayor inversión, o para ejecutar mayores inversiones públicas a costa de aumentar el déficit fiscal.

Ese paradigma clásico se ha venido revaluando y desde hace un par de décadas se considera que los elementos de incertidumbre y riesgo son los principales determinantes de la inversión. En este nuevo paradigma el rol de la política pública es mucho más amplio que en el enfoque neoclásico.

De acuerdo con la teoría de "opciones reales", las decisiones de inversión de los agentes económicos se pueden explicar haciendo una analogía con las "opciones financieras". Dixit y Pindyck[14] señalan que cuando los agentes económicos evalúan oportunidades de inversión actúan como si tuviesen una opción en su haber, la cual corresponde al "derecho" de emprender un proyecto determinado. Pero no hay ninguna "obligación" para ejercerla. Debido a que las inversiones son al menos parcialmente irreversibles (porque hay costos hundidos), a que existe incertidumbre sobre los resultados que la inversión arrojará en el futuro, y a que los agentes pueden escoger el momento en que la emprenderán, dichos agentes cuentan con una "opción". Esta tiene un valor y puede ser ejercida, momento en el que se toma la decisión de invertir.

14 DIXIT, AVINASH y ROBERT S. PINDYCK. "The options approach to capital investment", *Harvard Business Review*, mayo-junio, 1995.

La incertidumbre sobre los resultados futuros es el elemento central en este análisis. En una situación de incertidumbre alta, es decir cuando hay riesgos significativos si la inversión se ejecuta, los agentes demandarán retornos mayores o en su defecto podrían demorar la decisión hasta contar con elementos adicionales que les permitan reducir dicha incertidumbre. Se resalta, entonces, que la posibilidad de "manejar", "mitigar" o "eliminar" los diferentes riesgos es el elemento determinante de la decisión de inversión, aspecto que sería mucho más relevante que la propia tasa de interés (costo de capital).

Esta teoría ayuda a explicar los significativos diferenciales de rentabilidad que exigen los inversionistas de acuerdo con los niveles de riesgo de los proyectos, así como las razones por las cuales en ambientes de incertidumbre los agentes económicos posponen sus decisiones. En otras palabras, en la medida en que la incertidumbre sea alta, el valor de la "opción" también lo es y por lo tanto quien ejerce la opción exige el debido reconocimiento, esto es, demanda una mayor rentabilidad.

Diversos estudios empíricos respaldan los conceptos mencionados. En un estudio que relaciona diversas variables de estabilidad económica (p. ej., nivel y volatilidad de la inflación y de la tasa de cambio) con la relación de inversión/PIB, Pyndick y Solimano[15] encuentran resultados robustos que les permiten concluir que la inflación conduce a menores índices de inversión, en particular en los países en desarrollo. Corroborando estos resultados, un estudio aplicado al caso colombiano encuentra que un aumento del 1% en la volatilidad de la inflación tiene como efecto una caída cercana al 5% en la tasa de inversión privada[16].

Otros autores, en lugar de tomar los agregados económicos, utilizan como unidad de análisis a las empresas. Leahy y Whited[17], por ejemplo, analizan 772 compañías, y encuentran que la mayor incertidumbre, medida por la variabilidad de los retornos diarios esperados en las cotizaciones de las acciones, explica las diferencias en los niveles de inversión en ese grupo de empresas.

15 Pindyck, Robert S. y Andrés Solimano. "Economic instability and aggregate investment", mimeo, WP 3552-93-EFA, abril, 1993.

16 Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Banco Mundial y Fedesarrollo. Misión de Estudios del Mercado de Capitales. *Informe Final*, julio, 1996.

17 Leahy, John V. y Toni M. Whited. "The effect of uncertainty of investment: Some stylized facts", NBER Working Series Papers No. 4986, National Bureau of Economic Research, enero de 1995.

La teoría de "opciones reales" tiene implicaciones evidentes para la política económica. La principal es que la estabilidad económica es un requisito indispensable para estimular inversiones de largo plazo y generar mayores niveles de ingreso. Cuando se reducen los niveles y las volatilidades de las variables económicas, los agentes cuentan con mayor certidumbre sobre los flujos de caja futuros de los proyectos, lo cual disminuye el valor de las opciones y hace que los inversionistas estén menos inclinados a posponer sus decisiones. Las implicaciones, por supuesto, desbordan el campo económico y abarcan todo el conjunto de la política pública. Esto porque elementos como la seguridad física y jurídica, la estabilidad en las reglas de juego y la confianza en la manera en que se desempeñan las instituciones, entre otros, tienen efectos sobre la certidumbre de los flujos esperados de los proyectos.

La evolución de la economía colombiana en las últimas décadas recoge varios de los elementos conceptuales mencionados. Los mayores niveles observados de formación bruta de capital fijo (que aumentaron del 12% del PIB en 2000 de manera consistente a niveles del 20% entre 2008-2010, y que alcanzaron el 23% en 2014 y 2015) coinciden con un periodo de estabilidad macroeconómica (reducción de la inflación en promedio inferior al 5% en los últimos 15 años, y varios de ellos dentro del rango meta del 2-4%) y mejoras en los indicadores de seguridad. Colombia, que había perdido en 1999 el "grado de inversión" por parte de las calificadoras internacionales de riesgo, lo recuperó a mediados de 2011. Por efecto esa decisión, que había sido anticipada por los mercados, no solo se redujo el costo de la financiación del gobierno nacional y los particulares sino que, aún más importante, se amplió el espectro de los inversionistas que pueden traer sus capitales al país.

No es fácil separar la contribución de cada uno de los elementos mencionados o de otros factores sobre los niveles de inversión. Los resultados favorables que en términos generales muestra la economía desde la crisis de 1998-2000 recogen el efecto combinado de aspectos institucionales (independencia del Banco de la República a partir de 1991, mejoramiento en las condiciones de seguridad física) y de medidas de política económica (estímulos tributarios y la estabilidad del peso) que en conjunto han reducido tanto la incertidumbre de los agentes como el costo de las inversiones de capital.

Otra conclusión de política que se desprende de la teoría de "opciones reales" es la importancia de facilitar la utilización de instrumentos que reduzcan la incertidumbre de los agentes. Entre ellos se podrían mencionar instrumentos financieros como los derivados, los seguros, las garantías, e instrumentos jurídicos como los acuerdos de estabilidad jurídica que permiten, por ejem-

plo, asegurar el mantenimiento de unas condiciones tributarias determinadas durante ciertos periodos de tiempo.

1.4. UNA BREVE REFERENCIA HISTÓRICA

Se afirma que las actividades financieras son una extensión natural de las operaciones comerciales[18]. El crédito, por ejemplo, es un instrumento que básicamente facilita y promueve una mayor actividad comercial. Gracias a la innovación de productos y servicios financieros, otros desarrollos posteriores posibilitaron mayores niveles de financiación a menores costos. Cuando se hipoteca un bien inmueble, por ejemplo, la constitución de una garantía en favor del prestamista reduce los riesgos del préstamo y por ende su costo.

Para que los proyectos de inversión puedan ejecutarse se requiere de recursos para financiarlos. De acuerdo con Hicks[19], la aplicación de nuevos conocimientos científicos a la actividad económica, como fue el caso en la llamada Revolución Industrial de finales del siglo XVIII, se explica por la disponibilidad de recursos financieros que permitieron adelantar inversiones que solo estarían en capacidad de generar retornos en periodos posteriores. Por ello, señala el autor, la utilización de más bienes de capital en el proceso productivo solo se consolidó cuando fue posible obtener financiación en condiciones razonables.

Los mercados financieros, entonces, no solo se crean como respuesta a las demandas de los sectores productivos, sino que en algunos casos su propia existencia determina que algunas actividades económicas finalmente se lleven a cabo. A menos que quien emprenda un proyecto de inversión cuente con todos los recursos y esté dispuesto a arriesgarlos, la disposición de terceros para financiarlo y la existencia de un sistema que canalice los recursos son elementos críticos para su realización. De este modo no solo se debe contar con unos excedentes (riqueza), sino también con la capacidad de movilizarlos hacia diferentes usos. Bagehot[20] señala que el enorme poderío de Inglaterra en el siglo XIX radicaba en gran medida en su sistema financiero dinámico y sólido, lo que le permitía financiar inversiones que acrecentaban ese poder. Esto explicaría por qué Inglaterra fue quien emprendió y financió las obras

18 HICKS, JOHN. *A Theory of Economic History*, Oxford University Press, Clarendon Press, 1969, p. 73.

19 Ibíd., cap. IX.

20 BAGEHOT, WALTER. *Lombard Street. A description of the money market* (1873), Seven Treasures, 2009.

de adecuación del Canal de Suez para facilitar el comercio con Oriente, pese a que otros países, entre ellos Grecia e Italia, se hubiesen beneficiado aún más con las obras.

Los mercados de valores se originaron por la necesidad de financiar guerras y conquistas de los gobiernos soberanos, así como inversiones de grandes proyectos. El mercado de renta fija ha sido, por razones históricas y de tamaño, un mercado principalmente de deuda pública, mientras que los mercados de renta variable han estado relacionados con actividades comerciales y de emprendimientos.

Según Heráclito, "el padre de todas las cosas es la guerra", afirmación que aplica en forma inequívoca al mercado de bonos[21]. Las guerras en el siglo XIV entre las ciudades-estado de Toscana –Florencia, Pisa y Siena– demandaron importantes sumas de dinero con el fin de sostener a sus respectivos ejércitos, recursos que fueron aportados por ciudadanos adinerados que recibían en compensación una tasa de interés, y quienes podían vender esos papeles a otros ciudadanos cuando requerían liquidez.

Los mercados de bonos siguen siendo mayoritariamente de deuda pública. Por siglos siguieron financiando guerras entre ciudades-estado, reinados, confederaciones y países. Más recientemente, en particular desde el siglo XIX, los gobiernos empezaron a buscar el mejoramiento de las condiciones de vida de su población, siguiendo los postulados del Estado de Bienestar. La financiación de los presupuestos generales de los gobiernos en todos sus niveles se ha basado, principalmente, en la emisión de bonos de deuda pública.

Las guerras tienen ganadores y perdedores y ello se refleja, por supuesto, en los mercados financieros. Kaplan[22], entre otros, señala que la gran riqueza de la Casa Rothschild se originó en la fuerte inversión que hizo el patriarca Nathan Rothschild[23] en bonos del tesoro inglés, confiado en que su precio aumentaría en forma significativa luego de la derrota de Napoleón en la batalla

21 FERGUSON, NIALL. *The ascent of money. A financial history of the world*, New York, The Penguin Press, 2008.

22 KAPLAN, HERBERT. *Nathan Mayer Rothschild and the creation of a dynasty: The critical years, 1806-1816*, Standford, 2006.

23 Es interesante notar que la prohibición que tuvieron los judíos, durante siglos, de realizar diversas actividades los obligó a emprender negocios financieros, como el otorgamiento de crédito, las cuales no eran permitidas a los cristianos. Además de los Rothschild, entre otros banqueros judíos reconocidos están Marcus Goldman y Samuel Sachs (que formaron Goldman&Sachs), Lazard, y las familias que crearon otras firmas como Lehman Brothers y Salomon Brothers.

de Waterloo. La reducción del monto de la deuda pública al terminar la guerra efectivamente condujo a ese resultado. De otro lado, en la Guerra Civil en Estados Unidos aquellos que habían invertido en bonos de la Confederación del Sur perdieron la totalidad de los recursos invertidos porque el victorioso Norte no estaba obligado a honrar esa deuda[24].

Es también útil recordar el origen del mercado de renta variable. Si bien se reconoce que las primeras sociedades en las que cada participante tenía una acción es una institución que data del Imperio Romano, su desarrollo moderno está estrechamente relacionado con las gestas marítimo-comerciales. Los mercaderes venecianos y florentinos se asociaron (hacia el siglo XII) buscando dispersar los riesgos de su actividad, para lo cual distribuyeron la propiedad en acciones. Esta práctica se profundizó posteriormente con los poderosos monopolios marítimos del norte de Europa a través de los cuales los gobiernos y los comerciantes buscaban la expansión de sus actividades económicas.

Los importantes capitales requeridos para establecer empresas de esa magnitud estimularon dos grandes innovaciones que cambiarían para siempre al mundo financiero: la venta abierta al público de las participaciones y la creación de sociedades de responsabilidad limitada[25].

Las bolsas de valores modernas nacieron, precisamente, para financiar grandes proyectos con recursos del público. De una parte, la creación en 1611 de la primera bolsa de valores del mundo, en Ámsterdam, tuvo como propósito financiar las enormes inversiones requeridas por el emprendimiento comercial que se configuró a través de la Compañía de las Indias Orientales de Holanda (VOC[26]). En Estados Unidos, de otra parte, la creación de la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE) respondió a la necesidad de financiar los importantes requerimientos de capital para la construcción de la red de ferrocarriles a mediados del siglo XIX. De acuerdo con Micklethwait[27], Wall Street existió hasta cerca de 1900 casi que en forma exclusiva para financiar a los ferrocarriles.

24 FERGUSON. *The ascent of money*, cit.

25 MICKLETHWAIT, JOHN y ADRIAN WOOLDRIDGE. *The company. A short history of a revolutionary idea*, New York, A Modern Library Chronicles Book, 2003.

26 Conocida como la Dutch East India Company o, por sus siglas, VOC (Vereenidge Oost-Indische Compagnie).

27 Ob. cit., p. 61.

2. MERCADOS FINANCIEROS, DESARROLLO ECONÓMICO Y ROL DEL ESTADO

Los elementos anteriores han anticipado la importante relación existente entre los mercados financieros y el desarrollo económico, que es el tema central de esta sección. También se plantean los elementos principales del debate sobre el rol del Estado para corregir las fallas de estos mercados.

2.1. MERCADOS FINANCIEROS Y DESARROLLO ECONÓMICO

Goldsmith[28] es considerado el pionero en una profusa línea de investigación que ha buscado relacionar los mercados financieros y su impacto sobre el desarrollo económico. La literatura especializada se ha enfocado en el análisis de tres importantes temas: 1. La existencia de relaciones de correlación y/o causalidad entre financiación y desarrollo; 2. Los cambios que se presentan en la estructura del sistema financiero (intermediado y no intermediado) en la medida en que las economías crecen, así como la complementariedad o sustitución entre los componentes de dicho sistema, y 3. Las condiciones institucionales para lograr el desarrollo de los mercados no intermediados, como el de valores.

Varios trabajos empíricos que utilizan diversas metodologías, entre ellas análisis de series de tiempo y estudios de panel a nivel global, han encontrado distintas relaciones (de correlación y causalidad) entre el desarrollo financiero, el crecimiento económico y la formación de capital. King y Levine[29], por ejemplo, estudian la relación entre "desarrollo financiero" (medido con el uso de indicadores como el tamaño de la intermediación financiera frente al producto, el monto del crédito total y del crédito al sector privado) y diversos indicadores de crecimiento del producto, la tasa de acumulación de capital y mejoras en la eficiencia económica. Utilizando una muestra de 80 países, para el periodo 1960-1989, los autores encuentran una correlación positiva entre el desarrollo financiero y las medidas de crecimiento económico, tanto en los periodos corrientes como hacia el futuro. El hallazgo más importante de este estudio es que el desarrollo financiero es un buen predictor del crecimiento económico de

28 GOLDSMITH, RAYMOND W. *Financial structure and development*, New Haven, Yale University Press, 1969.

29 KING, ROBERT G. y ROSS LEVINE. "Finance and growth: Schumpeter might be right", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 108, n.º 3, agosto, 1993, pp. 717-737.

largo plazo (de 10 a 30 años hacia el futuro), con lo cual soportan la tesis de que la oferta de servicios financieros estimula el crecimiento económico a través de una mayor tasa de acumulación de capital y de su uso más eficiente.

Siguiendo esa línea de análisis, Levine y Zervos[30] estudian la relación existente entre el desarrollo del mercado accionario (medido a través del valor de la capitalización del mercado frente al producto; los montos transados frente al producto y la capitalización del mercado; así como la integración con los mercados internacionales) y el crecimiento económico de largo plazo. Los resultados indican la presencia de correlaciones positivas.

Otros estudios sobre el mercado de valores son consistentes con esos hallazgos. Khan y Senhadji[31], por ejemplo, realizan una investigación empírica sobre 159 países en el periodo 1960-1999, utilizando medidas de profundización financiera como la capitalización de mercado, la capitalización como proporción del PIB, e introducen una nueva variable que recoge la capitalización de los mercados de bonos públicos y privados. Los resultados de este estudio confirman que estadísticamente hay una relación robusta entre la profundidad de los mercados de valores y el crecimiento de la economía, y por lo tanto con una significancia razonable podría afirmarse que el mercado de valores ayuda a explicar las diferencias del crecimiento económico entre países[32].

Otros autores han encontrado una relación de causalidad bidireccional entre el desarrollo financiero y el crecimiento[33].

El hecho de que algunos países han desarrollado sus sistemas financieros basados en bancos (Alemania y Japón) mientras que otros lo han hecho en mayor medida basados en los mercados de valores (Inglaterra y Estados Unidos) ha estimulado un interesante debate sobre la evolución en la estructura de los sistemas financieros, así como sobre el carácter complementario o sustituto de las actividades bancarias frente a las del mercado. Al estudiar la evolución de

30 LEVINE, ROSS y SARA ZERVOS. "Stock market development and long run growth", *The World Bank Economic Review*, vol. 10, n.º 2, mayo, 1996, pp. 323-340.

31 KHAN, MOSHIN S. y ABDELHAK S. SENHADJI. "Financial Development and Economic Growth: An Overview", International Monetary Fund-IMF Working Paper WP/00/209, 2000.

32 Hay una discusión sobre aspectos técnicos de las estimaciones. Sin embargo, en varios estudios como el mencionado se abordan algunos de esos aspectos, utilizando, por ejemplo, ecuaciones cuadráticas en lugar de lineales, y buscando corregir los sesgos de simultaneidad.

33 DEMETRIADES, PANICOS y KHALED HUSSEIN. "Does financial development cause economic growth? Time-series evidence from 16 countries", *Journal of Development Economics*, vol. 51, 1996, pp. 387-411.

los mercados de varios países, autores como Demirguc-Kunt y Levine[34], Beck y Demirguc-Kunt[35] y Demirguc-Kunt[36] han aportado elementos empíricos que permiten llegar a tres conclusiones básicas:

i. En las etapas iniciales del desarrollo financiero los bancos centrales juegan un rol preponderante, que luego se reduce en la medida en que los bancos comerciales logran una mayor dinámica.

ii. Los bancos, entidades financieras y los mercados de valores son más grandes, activos y eficientes en los países desarrollados. Los países con ingresos más altos, entonces, cuentan con sistemas financieros más profundos y desarrollados.

iii. En la medida en que los países registran mayores ingresos, sus sistemas financieros se orientan más hacia el mercado de valores.

Aun cuando hay diferencias de matices, diversos estudios sugieren que los bancos están en mejor capacidad para reducir las "fricciones" de mercado asociadas a necesidades de financiación "estandarizada", de corto plazo, riesgo bajo y existencia de colaterales. Los mercados de valores, por su parte, son más efectivos cuando se requiere implementar estructuras de financiación más "hechas a la medida", novedosas, de largo plazo y con mayores riesgos[37]. En un sentido básico, entonces, los bancos y los mercados de valores proveen servicios de financiación diferentes.

En la medida en que los mercados intermediados (bancos) y no intermediados (valores) tienen ventajas comparativas específicas y permiten resolver diferentes necesidades de financiación, una conclusión de enorme relevancia es que para la gran mayoría de agentes económicos dichos mercados cumplen roles complementarios más que sustitutos. De esta forma, los requerimientos

34 DEMIRGUC-KUNT, ASLI y ROSS LEVINE. "Bank-based and market-based financial systems: Cross-country comparisons", mimeo, 2004

35 BECK, THORSTEN y ASLI DEMIRGUC-KUNT. "Financial institutions and markets across countries and over time-data and analysis", mimeo, 2009.

36 DEMIRGUC-KUNT, ASLI, ERIK FEYEN y ROSS LEVINE. "The evolving importance of banks and securities markets", Policy Research Working Papers 5805, The World Bank, septiembre de 2011.

37 Ver DEMIRGUC-KUNT, ASLI, ERIK FEYEN y ROSS LEVINE. "The evolving importance of banks and securities markets", Policy Research Working Papers 5805, The World Bank, septiembre de 2011.

específicos de financiación son los que inicialmente determinan qué tipo de institución, instrumento o producto está en mejor disposición de atender una necesidad particular de financiación: bancos, el mercado de valores u otro participante del mercado de capitales (fondos de capital privado, p. ej.).

Diversos estudios confirman esa relación complementaria al encontrar que el desarrollo de los mercados accionarios estimula a que las empresas posteriormente aumenten sus relaciones de deuda/capital, con lo cual generan más negocios para los bancos. Esto ocurre porque el mercado de valores mejora la cantidad y la calidad de la información, el monitoreo, y en general el control a la gestión corporativa, con lo cual los prestamistas asumen menores riesgos en su actividad[38].

Finalmente, una línea de investigación sugiere que el desarrollo diferencial de los mercados de valores en varios países depende fundamentalmente de factores de carácter institucional. El trabajo pionero en esta materia fue el de La Porta[39], que examinó las reglas legales de protección con que cuentan los accionistas y la capacidad que tienen las autoridades para exigir el cumplimiento de la regulación. Los autores encuentran que los países con la tradición de *common law* cuentan con mercados de valores más desarrollados porque sus normas de protección a los derechos de propiedad de los inversionistas son más fuertes que las existentes en otros países que tienen regímenes basados en la tradición "legal-civil francesa". Encuentran, igualmente, que la concentración de la propiedad accionaria no es independiente de los esquemas legales mencionados, resaltando que la presencia de miles de inversionistas minoritarios en países como Reino Unido o Estados Unidos se explica por la mayor protección con que cuentan ese tipo de inversionistas.

En esa visión de carácter institucional se puede también clasificar el aporte de Black[40], quien señala que sin una buena información sobre los emisores y la confianza suficiente en el funcionamiento del sistema no es posible que se desarrollen y consoliden mercados de valores robustos. Por ello el autor destaca que ciertas instituciones son determinantes para reducir las asimetrías de información entre emisores e inversionistas y aumentar la confianza de los

38 Demirguc-Kunt, Asli y Vojislav Maksimovic. "Stock market development and finance choices of firms", *The World Bank Economic Review*, vol. 10, n.º 2, mayo, 1996, pp. 341-370.

39 La Porta, Rafael, Florencio López-de-Sinales, Andrei Shleifer y Robert Vishny. "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, vol. 106 n.º 6, 1998.

40 Black, Bernard. "The legal and institutional preconditions for strong securities markets", *UCLA Law Review*, vol. 48, 2001, pp. 781-855.

participantes. Esas instituciones son, de una parte, entidades públicas como los reguladores, supervisores y tribunales, y, de otra, los llamados "intermediarios reputacionales", entre los que se encuentran firmas de auditoría, bancas de inversión, calificadoras de riesgo, bolsas de valores y organismos de autorregulación. Con acierto, Black indica que crear ese andamiaje institucional es complejo y toma tiempo, a la vez que sugiere que los primeros esfuerzos se hagan a nivel de las instituciones públicas, reconociendo que la consolidación de los intermediarios reputacionales es en buena medida un elemento endógeno al crecimiento del propio mercado.

2.2. EL ROL DEL ESTADO EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

Los mercados financieros y sus participantes siempre han estado bajo escrutinio público. Buena parte de la imagen negativa quizás proviene de la creencia generalizada de que solo debe remunerarse a quien produce bienes y/o servicios tangibles con esfuerzo físico, ya que ellos son los únicos que hacen una contribución productiva a la sociedad. Más allá de la razonabilidad de esa percepción, esta es compartida por muchos sectores. Religiones como la católica de hecho condenaron el préstamo de dinero a interés, tarea que por esa connotación se relegó a los judíos[41].

Con independencia de las razones históricas o religiosas de esta animadversión, por largo tiempo y en muchas jurisdicciones han sido populares las políticas de "represión financiera" que buscan intervenir a los mercados financieros. Esto aún se observa en varios países que han implementado controles a variables como la tasa de interés, bajo el entendido de que reducir su nivel genera un efecto positivo para el conjunto de la economía[42].

Los mercados financieros, por su parte, tampoco han demostrado que estén en capacidad de autocontrolarse. Puesto que una crisis financiera usualmente repercute sobre el conjunto de la economía, no conviene perder de vista la dinámica y el buen desempeño de dichos mercados. Esta tarea parece cada vez

41 Para una visión histórica y detallada de la participación de los judíos en el mundo del dinero, ver Attali, Jacques. *Los judíos, el mundo y el dinero. Historia económica del pueblo judío*, Fondo de Cultura Económica, 2005.

42 A pesar de que Colombia ha eliminado muchas de las medidas de represión financiera desde los años noventa, todavía mantiene un control sobre la tasa de interés de usura que finalmente termina favoreciendo el crédito informal.

más compleja, debido a que en una economía global los problemas financieros que se originan en unos países terminan afectando al resto del mundo.

Es interesante notar que los mercados de valores actuaron con muy poca regulación hasta la crisis de 1930 en Estados Unidos. La tarea de regulación y supervisión de las operaciones y las conductas de los participantes recaía casi que en forma exclusiva en las bolsas de valores. Esta situación cambió de manera radical con la crisis financiera y se dio paso a un esquema de mayor regulación y supervisión estatal.

En muchos países se observa una especie de ciclo regulatorio. Los mercados financieros actúan relativamente libres hasta que la primera gran crisis obliga a crear instituciones y establecer normas encaminadas a regular y vigilar su desempeño. Luego, cuando las economías se recuperan, el optimismo reinante tiende a que las medidas y controles se relajen, con lo cual se empiezan de nuevo a incubar los gérmenes de otros eventos que pueden llegar a ser más o menos críticos.

Desde el punto de vista conceptual se señala que el Estado debe intervenir los mercados financieros por la existencia de diversas "fallas" de mercado. Entre ellas están: i) mercados incompletos o inexistentes; ii) competencia imperfecta; iii) presencia de externalidades en las actividades financieras; iv) el monitoreo de los agentes como bien público, y v) la existencia de inversionistas no informados[43]. Esa intervención puede ser directa, cuando, por ejemplo, el Estado entra a participar directamente como prestamista, o indirecta, cuando se regula o supervisa a los demás participantes.

Infortunadamente la intervención estatal no asegura la corrección de esas "fallas" del mercado. De hecho, otros autores han señalado que las "fallas del gobierno"[44] o de la intervención estatal pueden ser incluso más nefastas que las de los mercados. El debate tiene una fuerte carga ideológica, razón por la cual seguramente seguirá presente, tal vez en forma indefinida.

Debido a la crisis financiera global que se desencadenó en 2008 y cuyos coletazos todavía se observan, el péndulo se ha inclinado de nuevo hacia una regulación y una supervisión mucho más estrictas. Prácticamente ningún país desarrollado salió incólume de la crisis, y la respuesta de las autoridades ha

43 STIGLITZ, JOSEPH E. "The role of the State in financial markets", World Bank Research Observer, Annual Conference on Development Economics Supplement, 1993.

44 Ver BECKER, GARY S. "Competition and Democracy", *Journal of Law and Economics*, vol. 1, octubre, 1958, pp. 105-109.

estado encaminada a llenar vacíos existentes y a robustecer los esquemas de vigilancia y control.

En atención a la amplia evidencia sobre los beneficios que trae el desarrollo financiero sobre la economía, diversos países, entre ellos Colombia, han incorporado a su legislación normas expresas para que el Estado promueva el mercado de valores. El razonamiento es que la interacción de los agentes privados (emisores, inversionistas, intermediarios, proveedores de infraestructura) es necesaria mas no suficiente para lograr el desarrollo del mercado de valores, y por lo tanto las autoridades deben crear las condiciones básicas (regulatorias, tributarias, cambiarias, etc.) y coordinar la participación de todos los actores. Si bien este propósito es loable, no debe soslayarse que, además de la promoción, el gobierno nacional tiene otros objetivos en su intervención, tales como la prevención y el manejo del riesgo sistémico y la protección de los inversionistas. Por lo anterior, es probable que se presenten tensiones y dificultades cuando con los escasos instrumentos disponibles se pretende cumplir en forma simultánea con todos los objetivos[45].

3. BENEFICIOS DE ACCEDER AL MERCADO DE VALORES

El mercado de valores ofrece importantes beneficios a sus participantes. A continuación se mencionan las ventajas que trae tanto para aquellos que demandan capital para adelantar nuevas inversiones (empresas) como para quienes ofrecen los recursos (inversionistas).

3.1. ¿POR QUÉ UNA EMPRESA ACUDE AL MERCADO DE VALORES?

En el breve recuento histórico se mencionó que los requerimientos de financiación de los gobiernos y la expansión empresarial han sido los dos elementos que han apuntalado el desarrollo de los mercados de valores.

En una consideración básica las empresas se financian con recursos internos (su flujo de caja y los aportes de sus propietarios) y con recursos externos (préstamos bancarios y/o captación a través de bonos u otros papeles, p. ej.,

45 SANDOVAL, CARLOS ALBERTO. "Promoción del mercado de valores: una contribución al debate", *Carta Financiera* n.° 159, ANIF, enero-marzo, 2011.

o con capital de terceros ya sea emitiendo en el mercado público de valores o con base en capital privado).

La decisión sobre la estructura de capital (títulos de deuda o patrimonio) y a qué fuentes acudir es compleja, y recoge diversos elementos, entre ellos las normas societarias y tributarias, así como la disponibilidad y el costo de acceso a cada fuente.

En un mundo de mercados sin imperfecciones la estructura de capital de una empresa es irrelevante, de acuerdo con las dos famosas proposiciones de Modigliani-Miller, básicamente porque el endeudamiento creciente de una empresa incrementa el riesgo de los propietarios, quienes exigirán retornos superiores como respuesta[46]. En los mercados, no obstante, existen muchas imperfecciones, algunas relacionadas con los costos de transacción (de procesos de quiebra, p. ej.) y otras creadas por los gobiernos (impuestos). Por esa razón la decisión sobre el apalancamiento que maximiza el valor de una compañía es un asunto complejo, ya que depende de aspectos normativos y de la manera en que se valoran diversos elementos, muchos de los cuales no tienen precios de mercado[47].

Las opciones de financiación con las que cuenta una empresa están relacionadas en forma estrecha con su tamaño. Una empresa pequeña o mediana usualmente financia su operación y su crecimiento con recursos propios y deuda bancaria. Las razones son evidentes. De una parte, en la medida en que el banquero conoce los flujos de caja del empresario, ese tipo de información facilita el préstamo de recursos a plazos relativamente cortos en unas condiciones "estándar" a las que se presta a muchos otros clientes. Eso hace que el banquero pueda atender la demanda de crédito de muchos agentes de manera relativamente rápida y a costos razonables.

Acudir al mercado de valores, de otra parte, supone que la empresa debe tener un volumen de operación relevante para que pueda cumplir con los requisitos legales y asumir los importantes costos involucrados. De acuerdo con el Reglamento de la Bolsa de Valores de Colombia, por ejemplo, un emisor[48] debe tener un patrimonio mínimo de $7 mil millones[49]. Emitir, además,

46 Brealy, Richard y Stewart C. Myers. *Principios de finanzas corporativas*, 5.ª ed., MacGraw-Hill/Interamericana de España, 1998.

47 Por ejemplo, como valorar la "pérdida de control" que supone la enajenación de derechos accionarios.

48 De acciones o bonos obligatoriamente convertibles en acciones (BOCEAS).

49 Este no es un monto despreciable para una empresa colombiana. De hecho, un buen número

supone costos *ex ante*, correspondientes a la contratación de abogados y banqueros de inversión para la estructuración de la operación, la elaboración de prospectos y el trámite para obtener las autorizaciones legales. También hay costos *ex post*, entre ellos el correspondiente al suministro y revelación de la información permanente que debe ponerse a disposición de las autoridades y de los inversionistas.

Es importante considerar, igualmente, que un emisor es bienvenido al mercado cuando tiene una vocación de acudir en forma relativamente asidua y no por una sola vez. Esto obedece a que los inversionistas asumen diversos costos, entre ellos los de monitorear el comportamiento de sus posiciones en papeles y emisores. De este modo, es difícil que los inversionistas expresen apetito por un primer emisor en renta fija si sale al mercado con un monto relativamente bajo[50] que no hace parte de un programa que suponga emisiones futuras.

Lo anterior ayuda a explicar por qué los principales emisores en el mercado de renta fija en Colombia son las entidades financieras y no empresas del sector real. En buena medida ello obedece a las limitaciones de tamaño y costos antes mencionadas y a las economías de escala del negocio bancario. Considerando que empresas pequeñas y medianas tienen necesidades de financiación que son relativamente menores (evaluadas en forma individual), para ellas no es posible o rentable acudir a los inversionistas en forma directa. En su lugar, los bancos agrupan esas demandas y acceden al mercado de valores captando recursos a través de emisiones de bonos, por ejemplo, cuyos montos luego se prestan a las empresas del sector real. Por lo anterior, el desarrollo del mercado de valores es muy importante para pequeñas y medianas empresas así ellas accedan en forma indirecta por intermedio de la banca.

Una empresa del sector real de tamaño grande, por el contrario, cuenta con un nivel de operaciones que viabiliza llegar en forma directa a los inversionistas y por lo tanto cuenta con un abanico más amplio de alternativas de financiación. Para aquellas empresas de tamaño grande con una reputación establecida en el mercado de capitales, la decisión sobre que opción (u opciones) tomar depende, básicamente, de comparar las condiciones de plazo y costo.

Utilizando como ejemplo el caso de Ecopetrol, el anexo 1 ilustra la forma en que los requerimientos de inversión derivados de una estrategia de

de las 500 empresas más grandes de Colombia tienen un patrimonio menor a ese valor. Ver Superintendencia de Sociedades Reporte 2016.

50 Un monto inferior a $200 mil millones podría considerarse bajo.

crecimiento agresiva (que incluye tanto inversión directa como adquisición de otras compañías) fueron el elemento determinante para que la empresa acudiera a fuentes externas de financiación. Ecopetrol, de esta manera, pasó de ser una empresa que se financiaba exclusivamente con su flujo interno de recursos a convertirse en la empresa colombiana más activa en el mercado de capitales. Ella se ha venido financiando con una mezcla de alternativas, entre ellas créditos sindicados de la banca comercial local; la emisión de bonos en renta fija en el mercado local y en el exterior, y la emisión de renta variable luego de que su acción fue listada en la Bolsa de Valores de Colombia en 2007.

Una empresa podría, por supuesto, emitir valores con otros propósitos distintos a los de inversión. Si ella quiere sustituir deuda bancaria, por ejemplo, podría buscar en el mercado de valores mejorar las condiciones de plazo y costo de sus obligaciones. Eventualmente una emisión de bonos le permitiría hacer esa sustitución, extendiendo el horizonte de sus obligaciones en el tiempo y quizás pagando un costo financiero (interés) menor. Otro caso sería cuando una empresa tiene una deuda importante y requiere de mayor capital para financiar sus flujos de caja, para lo cual podría sustituir su deuda (bancaria o de bonos) por nuevo capital colocando sus acciones a disposición del público en el mercado de valores.

3.2. ¿POR QUÉ UN INVERSIONISTA DEBE ACUDIR AL MERCADO DE VALORES?

La disponibilidad de ahorro con que cuenta una economía se origina en las decisiones intertemporales de consumo de sus agentes[51]. Una economía que consuma todo su ingreso no genera ahorro y por lo tanto no tiene posibilidad de financiar inversiones[52]. Solo cuando las economías sobrepasan sus niveles de subsistencia y hay mayor producción e ingreso se posibilita que algunos agentes pospongan su consumo.

Hay dos elementos básicos que explican la generación de ahorro: el nivel de ingreso y los rendimientos esperados (tasa de interés). De una parte, Modigliani[53] estableció las bases de lo que se conoce como la teoría del ciclo de

51 ROSE, PETER S. y MILTON H. MARQUIS. *Money and capital markets*, McGraw-Hill, 2008.

52 A menos que acuda al ahorro externo (financiación o inversión extranjera).

53 MODIGLIANI, FRANCO. "Life-cycle, individual thrift, and the wealth of nations", *American Economic Review*, vol. 76, n.° 3, junio, 1986, pp. 297-313.

vida, la cual señala que los consumos de los individuos y sus niveles de ahorro/desahorro dependen en buena medida de la etapa vital en la que se encuentren. De otra parte, en la medida en que los retornos esperados sobre la inversión sean altos (y/o las tasas de interés que reconoce el mercado), los agentes tendrían mayores estímulos para eliminar, reducir o retrasar algunos consumos.

Desde el punto de vista de un individuo, entonces, su capacidad de ahorrar e invertir estará dada por la posibilidad de que en un periodo de tiempo consuma un monto inferior al valor de sus ingresos, decisión que puede verse estimulada por los retornos esperados.

Las opciones de inversión que tienen los agentes a su alcance son cada vez más amplias. Simplificando, podría decirse que hay dos grandes grupos de posibilidades para aquellos con excedentes monetarios: 1. Utilizar sus ahorros para emprender actividades directas, por ejemplo, iniciando un negocio propio de industria, comercio o comprando bienes raíces, y 2. Financiar actividades de terceros a través de instrumentos financieros.

Este segundo grupo es el que nos interesa para efectos del capítulo. Ese inversionista tendría un conjunto de opciones, las cuales podrían clasificarse, a su vez, en dos grandes grupos: 1. Instrumentos ofrecidos por los intermediarios financieros y 2. Instrumentos ofrecidos por el mercado público de valores.

En el primer caso el inversionista "deposita" sus recursos en intermediarios y recibe a cambio unos servicios y/o una rentabilidad. Este es el caso de cuentas corrientes que ofrecen los bancos o de las cuentas de ahorro en bancos, compañías de financiamiento o cooperativas. Debido a que esos depósitos usualmente se mantienen con propósitos de transacción en el corto plazo y porque la entidad presta unos servicios de custodia, seguridad y conveniencia, los rendimientos de estos instrumentos son muy bajos o inexistentes. Cuando hay un propósito de ahorro mayor a tres meses y hasta varios años, una opción es constituir certificados de depósitos a término (CDT) cuya rentabilidad está usualmente atada a un indicador como la DTF[54] o, más recientemente, al IBR[55]. Al invertir en estos instrumentos la contraparte del depositante es la entidad financiera intermediaria, la cual utiliza esos depósitos para prestar a otros agentes de la economía, que son aquellos que demandan recursos para consumo o compra de vivienda (individuos) o bien capital de trabajo e inversiones

54 DTF, referida a depósitos a término fijo. La DTF semanal es calculada por la Superintendencia Financiera con base en las tasas de captación de los principales bancos.

55 Indicador bancario de referencia.

(empresas). Los riesgos que asume el inversionista son bajos, básicamente porque la rentabilidad está referida a indicadores que son poco volátiles y por la confianza que brindan las entidades captadoras que son vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia. Además, los depósitos en cuenta corriente, de ahorros y a término están cubiertos por un seguro[56] que cubre pérdidas hasta por $50 millones[57] en caso de que el intermediario financiero no tenga la capacidad de responder por sus obligaciones.

El ahorrador o inversionista tiene también la opción de acudir al mercado público de valores, que ofrece básicamente instrumentos de renta fija y de renta variable. En el primer caso el inversionista estaría comprando un título de deuda emitido por el gobierno nacional, por un gobierno regional (deuda pública) o por una empresa (deuda privada). Ese título tiene una fecha de vencimiento[58], momento en el cual se reintegra el principal, o sea el equivalente al monto emitido. Usualmente se reconocen intereses que se pagan con periodicidad anual, semestral o trimestral a tasas convenidas al DTF, al IBR, al Índice de Precios al Consumidor (IPC) o a la Unidad de Valor Adquisitivo Constante (UVR).

Cuando se acude al mercado de renta variable el inversionista está adquiriendo títulos participativos de la propiedad de la empresa (acciones). En este caso el inversionista tiene unos derechos políticos sobre las decisiones en el manejo de la compañía[59] así como unos derechos económicos residuales sobre sus flujos. En caso de que la empresa genere utilidades y se decreten dividendos, los accionistas recibirán un retorno periódico sobre su inversión. Cuando la acción es vendida el inversionista podría realizar una ganancia de capital si el precio de venta supera el precio de compra, o incurre en una pérdida en caso contrario.

Conviene resaltar tres elementos del mercado de valores: el riesgo, la existencia de mercados primarios y secundarios, y la participación de intermediarios. El primer elemento diferenciador, y el más relevante, es que el inversionista

56 Otorgado por el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (Fogafin), el cual se financia con base en unas primas que son pagadas por las propias instituciones, bancos, compañías de financiamiento y corporaciones financieras, entre otras.

57 Vigente a la fecha (octubre de 2017).

58 Los vencimientos son usualmente a plazos mayores de tres años, la mayoría de ellos en plazos hasta de diez. Hay incluso unas pocas emisiones mayores a treinta años.

59 Que son limitados si se trata de acciones "preferenciales".

asume los riesgos de lo que le suceda al emisor del título[60]. En la medida en que el emisor crezca de manera rentable y tenga solidez financiera es probable que el precio de sus acciones se incremente, y también podría estar en mejor capacidad de responder por los bonos emitidos. Pero, por supuesto, podría ocurrir lo contrario y presentarse una pérdida de capital. Por esa razón, la exigencia de los accionistas de recibir retornos superiores a los que demandan los acreedores (prestamistas, entre ellos) es acorde con el mayor riesgo que están asumiendo.

Otro elemento característico del mercado de valores es que es posible adquirir o vender valores en el mercado primario, es decir cuando una oferta pública inicial se pone a disposición del público; o en el mercado secundario, es decir posteriormente a la colocación de una emisión. La posibilidad de transar un valor en el mercado secundario es crucial porque permite al inversionista vender en caso de que tenga necesidades de recursos líquidos en un momento determinado, o porque no quiera mantener el riesgo de un emisor determinado. De esta manera, la liquidez de los mercados es un aspecto fundamental para su dinámica futura, porque, como se señaló atrás, los inversionistas entran a un mercado o invierten en un valor si saben que hay posibilidades de salir en condiciones relativamente favorables.

Un tercer elemento es que la participación de los inversionistas en el mercado de valores también se realiza a través de intermediarios. La compra y venta de acciones en los mercados primario o secundario solo se puede efectuar a través de sociedades comisionistas de bolsa[61], quienes transan en nombre de los inversionistas[62]. En el caso de la renta fija privada la colocación inicial igualmente se hace a través de esas firmas, pero en el mercado secundario el inversionista también podría acceder a través de otros intermediarios que actúan con su posición propia. Conviene resaltar, sin embargo, que los inversionistas asumen el riesgo de los títulos emitidos y por ende los intermediarios no son responsables por las pérdidas que se deriven del riesgo del emisor. De esta forma, así como los beneficios esperados en el mercado de valores son mayores

60 Hay por supuesto otros riesgos, como los de mercado, pero ellos recaen sobre los valores y otros instrumentos que no los son.

61 Si bien por su amplia capacidad de distribución el comercio ha participado en procesos masivos de colocación de acciones, el acceso final al mercado debe realizarse a través de una firma comisionista.

62 Dichas sociedades también están autorizadas para invertir en acciones por cuenta propia.

a los de otros instrumentos intermediados, los riesgos también lo son, en particular en el mercado accionario.

Con base en los aspectos mencionados es posible ahondar en la pregunta de por qué una persona natural debería acudir al mercado de valores. En primer lugar, el inversionista debe evaluar las alternativas de rentabilidad/riesgo que suponen las diferentes opciones a su alcance. El propósito básico es el de maximizar los retornos tomando como restricción los riesgos que el inversionista está en disposición y capacidad de asumir.

El horizonte de tiempo de la inversión y el destino final de los recursos son dos elementos que están relacionados y que impactan tanto los retornos esperados como los propios riesgos que el inversionista debería asumir. Un padre de familia, por ejemplo, recibe una prima semestral que no tiene comprometida para pagar ninguna deuda o compromiso. El elemento fundamental para evaluar en qué opción invertir es el horizonte de tiempo en el que no necesitará esos recursos en forma líquida. Para poner dos extremos, si el padre de familia considera que el mejor uso de esos recursos es pagar la matrícula universitaria de su hija en unos pocos meses, las alternativas de inversión que debería evaluar son distintas y seguramente más reducidas frente a otro uso, por ejemplo, el de ahorrar esos recursos para cuando se pensione, digamos en unos 15 años.

En la medida en que los recursos se requieran para atender compromisos (en especial de corto o mediano plazo), el inversionista debería estar dispuesto a asumir riesgos menores. Esto en el escenario en que no existen requerimientos específicos y por ende los recursos pueden ser invertidos en horizontes más amplios. De esta forma, mientras que los compromisos de pago suponen que las inversiones deben ser muy conservadoras para no arriesgar el valor del capital, cuando los excedentes tienen una vocación de mayor plazo (por no ser requeridos) las opciones de inversión son más amplias y es razonable asumir mayores riesgos.

Por lo anterior, un inversionista se beneficia de contar con un abanico de opciones, incluyendo las que le ofrece el mercado de valores. Las decisiones sobre qué instrumento(s) escoger deben reflejar el balance de riesgos mencionados, lo cual sugiere un énfasis en renta fija cuando la capacidad de asumir riesgos es limitada, mientras que en caso contrario el énfasis podría estar en renta variable.

La conveniencia de acceder al mercado como inversionista individual o hacerlo a través de vehículos de inversión colectiva es otro aspecto que se debe evaluar. En el primer caso el inversionista recibe el acompañamiento de asesoría por parte del intermediario y efectúa sus inversiones impartiendo directamente las instrucciones de comprar/vender o mantener determinados valores. En la medida en que el inversionista conozca el funcionamiento del mercado y tenga tiempo y capacidad para monitorear en forma continua sus inversiones, la alternativa de inversión directa luce razonable. Sin embargo, para inversionistas con recursos limitados, poco conocimiento del mercado y que no tienen un acompañamiento de asesoría permanente y de buena calidad, la alternativa de invertir individualmente no es la más aconsejable. Otro aspecto que entra en consideración son los costos. Mantener un portafolio directo implica el cobro de una comisión periódica por los servicios de administración de los valores que presta el intermediario. De esta manera, si el inversionista tiene un portafolio de valores menor a unos $50 millones es probable que los rendimientos que perciba (dividendos de las acciones o intereses sobre los bonos) apenas cubran los costos de la administración del portafolio.

Una alternativa para inversionistas individuales es constituir un APT (sigla de administración de portafolio de terceros) mediante el cual el inversionista delega al intermediario las decisiones diarias del manejo del portafolio siguiendo unos lineamientos establecidos previamente. Dado su alto costo administrativo, este esquema resulta conveniente para inversionistas que cuentan con portafolios grandes o medianos, que tienen limitado conocimiento o tiempo para administrar directamente su portafolio y que confían en la labor que pueden desempeñar el intermediario y las personas a cargo.

Los vehículos de inversión colectivos, tales como los fondos de inversión[63], son una alternativa interesante para los inversionistas que tienen recursos invertidos relativamente menores, no tienen tanta familiaridad en temas del mercado o cuentan con tiempo limitado para monitorear las alternativas de inversión que ofrecen los mercados. Hay, literalmente, centenares de opciones en fondos, desde aquellos que invierten en papeles de alto riesgo hasta otros que lo hacen en los llamados instrumentos del mercado monetario o de corto plazo, con menores riesgos. La ventaja principal reside en la facilidad de entrar y salir de dichos vehículos a costos relativamente bajos sin necesidad de estar monitoreando permanentemente las condiciones de mercado y de los diferentes emisores. Se ha señalado que unas comisiones de administración

63 Administrados por sociedades fiduciarias, sociedades comisionistas de bolsa y sociedades de administración de inversiones. Estos fondos son la nueva denominación de las carteras colectivas.

más bajas podrían generar un mayor entusiasmo en los pequeños inversionistas para utilizar de manera más activa estos vehículos de inversión.

Una razón adicional para invertir en esquemas colectivos es que muchos inversionistas pequeños no tienen el tamaño o conocimiento suficiente para utilizar canales modernos de acceso directo a los mercados tales como las plataformas de negociación electrónica. En la medida en que los inversionistas profesionales o institucionales que tienen ese acceso gozan de ventajas sobre los demás, tales como la de ejecutar sus órdenes con mayor rapidez, ello puede jugar en contra de los pequeños inversionistas que imparten sus instrucciones usualmente por vía telefónica.

De manera indirecta millones de personas han invertido en los mercados de capitales a través de los llamados inversionistas institucionales. En Colombia, por ejemplo, las administradoras de fondos de pensiones son, por su tamaño, los principales participantes de los mercados financieros. Dichas entidades son el vehículo a través del cual la sociedad obliga a los trabajadores y empresas (aportantes) a que una parte de la remuneración se ahorre para que con esos aportes y sus rendimientos sea posible pagar el consumo que realizarán en el futuro cuando tengan la calidad de pensionados. En el caso de las cesantías el principio es similar, buscando que los aportes (ahorro) financien un consumo futuro cuando termine la relación laboral del trabajador.

Por la naturaleza de los recursos que administran, los fondos de pensiones deben cumplir con regulaciones muy estrictas en el manejo de sus portafolios. Siguiendo los aspectos comentados de rentabilidad y riesgo, la regulación les exige rentabilidades mínimas (utilizando mecanismos de medición como los portafolios de referencia), a la vez que a través del llamado esquema de "multifondos" estimula a los fondos a invertir mayoritariamente en instrumentos de renta variable para los portafolios de la población más joven. Igualmente, dichas normas señalan que las inversiones deben ser "conservadoras" (es decir, en mayor proporción en renta fija) para aquellos grupos de la población más próximos a jubilarse y por ende menos dispuestos a asumir riesgos en términos del monto de su ahorro pensional. La actividad de las administradoras de fondos de pensiones en los mercados es muy amplia, y abarca no solo los instrumentos mencionados de los mercados de valores sino también los llamados fondos de capital privado, que son otro componente del mercado de capitales.

Este esquema se complementa con los fondos de pensiones voluntarios, que, considerando que se trata de ahorros adicionales no obligatorios, se rigen por normas mucho más flexibles para el manejo de los portafolios, los cuales incluso pueden estar totalmente concentrados en activos de alto riesgo. Las sociedades fiduciarias también manejan montos significativos de los ahorros pensionales de entidades públicas o de regímenes especiales[64] o correspondientes a fondos de pensiones voluntarios.

4. LA EVOLUCIÓN DEL MERCADO DE VALORES EN COLOMBIA

El propósito de esta sección es resaltar algunos aspectos relevantes de la evolución del mercado de valores en Colombia. Se muestra que la dinámica del mercado local refleja varios de los elementos conceptuales a los que se hizo referencia en la primera parte del capítulo. No se pretende hacer un recuento histórico detallado, para lo cual se sugieren otras fuentes[65].

De acuerdo con la literatura sobre el desarrollo de los mercados financieros, en países de ingresos bajos usualmente la banca central asume unas funciones para suplir la baja generación de ahorro interno. Luego, en la medida en que la banca comercial y los mercados de capitales incrementan su actividad, la banca central se repliega. Colombia ha mostrado una dinámica que refleja ese patrón. En 1951, con el propósito de estimular la financiación de actividades empresariales, el Banco de la República se convirtió en un banco de fomento, al crear líneas de financiación de redescuento de mediano plazo que se colocaban al sector privado través de la banca comercial. Esta actividad continuó por décadas. No obstante, en la medida en que esas actividades crediticias se financian con emisión monetaria, lo cual en ciertas coyunturas riñe con el manejo monetario prudente requerido para mantener el control de la inflación, hay un límite para que la banca central profundice su rol crediticio.

Considerando que el Banco de la República debía enfocar sus esfuerzos al propósito esencial de estabilidad monetaria, la Constitución de 1991 fue sabia al prohibirle, expresamente, que desempeñara funciones de banca de fomento[66]. Esa decisión tuvo efectos favorables porque vino acompañada de otras medidas[67] encaminadas a una mayor liberalización financiera, con lo cual se pretendía profundizar el mercado de capitales con base en una actividad más dinámica por parte de los agentes privados.

---

64 Entre ellos los de las entidades territoriales (FONPET), Ecopetrol, Telecom, por ejemplo.
65 Entre ellas se encuentra el Informe de la Misión de Estudios del Mercado de Capitales (1996).
66 Art. 373 CP de Colombia.
67 Entre las que habría que destacar la Ley 49 de 1990.

Al igual que en otras jurisdicciones, en Colombia los dos principales dinamizadores del mercado de valores han sido la deuda pública, en el caso de la renta fija, y la inversión del sector privado, en el caso de la renta variable.

El bajo monto de transacciones en renta fija hasta la década de 1990 reflejaba la existencia de una deuda pública relativamente pequeña. Desde 1925 hasta el inicio de los años noventa la deuda pública representaba entre el 5% y el 20%[68] del PIB. Solo cuando la deuda se incrementó en forma importante (hasta llegar al pico del 56% del PIB en 2002) se empezó a estructurar un programa profesional del manejo de la emisión de títulos del gobierno y se reconoció el importante rol que juega el soberano en la generación de tasas de interés de referencia para los mercados. El inicio del programa de "creadores de mercado" en 1997, mediante el cual se exige a las entidades financieras participantes cotizar en forma obligatoria y permanente, es un elemento que ayuda a explicar la dinámica del mercado de renta fija en las últimas décadas.

El crecimiento del mercado accionario, por su parte, refleja la expansión empresarial en el país. En la medida en que la incertidumbre que enfrentan los agentes económicos se ha reducido gracias, entre otros, al prudente manejo monetario que ha traído el esquema independiente del Banco de la República y a la mayor seguridad y confianza en el país, la formación bruta de capital empezó a crecer de manera importante, pasando de representar cerca del 15% del PIB a finales de los años noventa a un promedio del 22% en el periodo 2005-2015. La dinámica del mercado accionario entre 2005 y 2012 se explica porque empresas como Ecopetrol, el Grupo Sura y la Empresa de Energía de Bogotá, entre otras, listaron sus acciones en la Bolsa de Valores de Colombia con el propósito de financiar sus planes de expansión en Colombia y a nivel regional. Sin embargo, el mercado accionario local no registra nuevos emisores en los últimos años.

Un análisis sobre la evolución del mercado de valores en el país muestra tres importantes características: i) la prevalencia que tiene la negociación de instrumentos de renta fija; ii) una gran concentración en la negociación en pocas especies, y iii) un mercado agregado que sigue siendo de tamaño muy pequeño, pese a la mayor dinámica de los últimos años.

En la última década la estructura y volumen de negociación del mercado de valores no se ha modificado de manera significativa, si bien los derivados

68 Ver Junguito, Roberto y Hernán Rincón. *La política fiscal en el siglo XX en Colombia*, mimeo, Fedesarrollo, 2004.

muestran una participación creciente. En 2016[69] se negociaron cerca de $10.9 billones (promedio diario), de los cuales el 93,6% correspondió a renta fija y el restante se distribuyó entre el mercado accionario (1,5%) y la negociación de instrumentos derivados (4,9%).

Hay también una significativa concentración tanto en renta fija como en renta variable. En el primer caso, del total de negociaciones de renta fija, más del 95% corresponde a transacciones de títulos emitidos por el gobierno nacional. En el caso de renta variable, la Misión de Estudios del Mercado de Capitales[70] expresaba su preocupación debido a que las 10 especies más transadas explicaban el 65% de las negociaciones que se llevaban a cabo en las bolsas de Bogotá, Medellín y Cali a mediados de la década de 1990. Dos décadas después esa concentración, en lugar de disminuir, se ha incrementado a niveles del 75-80%[71].

Si bien el mercado de valores colombiano se profundizó en la primera década de este siglo, sus indicadores están todavía muy lejos de los de otros países, incluso los regionales. Con solo 82 empresas listadas en bolsa, Colombia está en la parte baja de cualquier comparación[72], como también lo está en relación con los montos negociados ya sea en cifras absolutas o relativas[73] y por su capitalización bursátil.

Por las razones expuestas anteriormente no debería sorprender que el mercado de valores colombiano sea pequeño en una comparación internacional. Esto simplemente refleja el tamaño de nuestra economía. Los niveles absolutos de ahorro e inversión en un país de ingresos medio-bajos como Colombia solo pueden arrojar mercados de valores de similar magnitud. Esa es una limitación natural ya que, de una parte, la expansión empresarial establece unos límites para la demanda de recursos, mientras que de otra parte el nivel de ingresos y ahorro fija la restricción de la oferta de recursos disponibles. Conviene precisar que lo anterior no significa que la regulación financiera no tenga un papel para estimular la profundización de los mercados, sino más bien que hay, quizás, otros elementos mucho más relevantes, entre ellos la dotación de recursos, la

69 Ver BVC. Informe de Gestión 2016.

70 Ver el Informe, pp. 22 y 23, incluyendo el cuadro II.7.

71 Dependiendo del período de análisis que se considere.

72 Frente a Argentina (105), Perú (258), Chile (270), Brasil (376), Alemania (752), China (916), Tokio (2.287), Reino Unido (2.917) y Estados Unidos (5.043). Fuente: World Federation of Exchanges.

73 El llamado "*turn over ratio*", que es un buen indicador de la liquidez del mercado.

tecnología y las instituciones. La regulación, en otras palabras, no está en capacidad de suplir las deficiencias estructurales de una economía.

Iniciativas como la del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) buscan, precisamente, conformar un mercado de renta variable más amplio a fin de enfrentar la restricción del tamaño de los mercados individuales. Para los emisores de los tres países (Colombia, Chile y Perú) supone que habría una base mayor de inversionistas, con lo cual se espera mejorar las condiciones de acceso y reducir el costo de su capital. Para los inversionistas el beneficio residiría en contar con una gama más amplia de opciones, con lo cual podrían diversificar y balancear mejor sus portafolios.

Cerca de siete años después de iniciadas operaciones, no obstante, el MILA no ha logrado despegar como se esperaba y los volúmenes de negociación han sido muy bajos, cuando no inexistentes. No obstante, se registran algunos beneficios indirectos por el interés internacional que ha traído sobre los tres países y también por el estímulo para que los agentes económicos establezcan relaciones de negocios más estrechas considerando que los gobiernos comparten una visión similar sobre el manejo económico y el apoyo al desarrollo de los mercados.

Conviene diferenciar la naturaleza y propósitos de las iniciativas de integración de otro proceso diferente como lo sería el de la eventual fusión de diversas bolsas de valores. En el primer caso el propósito es aumentar las transacciones de valores entre los tres países gracias a la "interconexión" de las plataformas de negociación de las bolsas, que siguen siendo entes independientes. En el segundo caso el propósito es explotar las economías de escala de la operación bursátil, lo cual se logra con la fusión de las bolsas.

Desde hace varios años a nivel internacional se observan fusiones entre las bolsas de valores, las bolsas de productos y las de futuros, lo cual refleja los beneficios económicos de operar a escalas mayores. Entre varios ejemplos se podrían mencionar: la fusión de las bolsas de valores de París, Bruselas y Ámsterdam que en 2000 dio lugar a Euronext, la cual posteriormente, en conjunto con la bolsa de valores de Nueva York, dio lugar a la creación de NYSE-Euronext (2007); la fusión entre las bolsas de Londres y de Italia en el mismo año; la integración de diferentes bolsas locales de productos básicos agrícolas, de metales y de energía que se consolidaron en el grupo CME de Chicago; y la fusión entre la bolsa de valores de Sao Paulo y la bolsa de productos y futuros que dio paso a BM&F-Bovespa en 2008. Colombia no ha sido ajena a este proceso de capturar economías de escala y de allí la fusión de las bolsas de Bogotá, Medellín y Cali en la BVC, lo cual ocurrió en 2003.

La mayor consolidación de las bolsas a nivel mundial parece ser irreversible. A mediados de 2016, de hecho, BM&F-Bovespa adquirió el límite legal que puede tener un inversionista individual en la BVC.

Finalmente, conviene hacer una mención adicional sobre el papel de la regulación. Si bien, como se mencionó, no puede hacer milagros, es un elemento que contribuye a generar confianza en los inversionistas. Por lo anterior conviene destacar que el país ha modernizado muchas de sus instituciones y normas buscando que los mercados operen en forma más eficiente y transparente. Entre las decisiones afortunadas habría que mencionar: i) la separación de las funciones de regulación y las de supervisión, quedando las primeras en cabeza del Ministerio de Hacienda y Crédito Público y las segundas en la Superintendencia Financiera, quien integró a su vez las labores que anteriormente correspondían a las superintendencias Bancaria y de Valores; ii) la fusión de las bolsas de valores de Bogotá, Medellín y Cali en la Bolsa de Valores de Colombia; iii) la mejora en la infraestructura del mercado con la implementación de la Cámara de Riesgo de Contraparte para la negociación de derivados; y, iv) los mayores profesionalismo y transparencia y los mejores estándares que se han logrado con la creación y consolidación del Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia.

No deben soslayarse, por supuesto, eventos que han tenido fuerte repercusión sobre el mercado, principalmente la intervención y liquidación de Interbolsa, que además de ser emisor de valores (su holding) era la principal comisionista de bolsa del país[74].

No sobra resaltar que la regulación genera incentivos para que los mercados se desarrollen en una u otra dirección. La regulación financiera, así como otras regulaciones (normas tributarias, regímenes de inversiones extranjeras y de cambios, p. ej.), influyen para que el mercado se desarrolle con mayor énfasis en productos intermediados por los bancos o por instrumentos del mercado de valores. Varios ejemplos lo ilustran. Por muchos años se señaló que diversas normas tributarias tenían un efecto perverso sobre el desarrollo del mercado, entre ellas la doble tributación (en cabeza de las empresas y luego de los accionistas); las tarifas diferenciales de impuesto sobre la renta (para sociedades anónimas frente a las limitadas); y el impuesto de ganancias ocasionales en la venta de acciones. De otra parte, el sistema tributario y el régimen cambiario

74 Para profundizar sobre este tema ver ALBERTO DONADIO. *El cartel de Interbolsa: crónica de una estafa financiera* (2013), GLORIA VALENCIA. *Interbolsa: la historia de una élite que se creía demasiado grande para caer* (2014) y JORGE GONZÁLEZ. *¿Quién se llevó el dinero de Interbolsa?* (2014).

pueden atraer la inversión extranjera de portafolio y dinamizar el mercado, aun cuando las autoridades han sido conscientes de que ello también puede traer efectos macroeconómicos o financieros indeseables.

Llama la atención la mínima presencia de empresas del sector agropecuario en el mercado de valores, lo cual puede explicarse porque los subsidios y otros instrumentos de política sectorial se han entregado y canalizado a través de créditos y el andamiaje institucional del hoy Banco Agrario. La decisión de los productores agropecuarios de no acceder al mercado de valores ha sido racional, en la medida en que pueden satisfacer su demanda de recursos en mejores condiciones a través del mercado bancario. Lo anterior, con independencia del sano debate público que debería existir sobre las distorsiones que estos esquemas generan sobre el conjunto de la economía, así como la forma en que deberían financiarse actividades de "interés público".

De lo anterior se concluye que, si bien la regulación es un elemento indispensable para que los mercados financieros se desarrollen en un ambiente de eficiencia, seguridad y transparencia, otras políticas, que de hecho no están bajo la dirección de los mismos funcionarios, también juegan un rol preponderante en dicho desarrollo a través del estímulo o desestímulo a la utilización de instrumentos específicos.

CONCLUSIÓN

Movilizar los ahorros hacia fines productivos y facilitar el intercambio, la cobertura y la diversificación de riesgos son factores que mejoran la capacidad productiva de las economías. Eso explica por qué en todas las jurisdicciones, en mayor o menor medida, hay una amalgama de instituciones que prestan ese tipo de servicios. La literatura, la experiencia e incluso nuestra intuición nos indicarían o sugerirían la importancia de contar con mercados de valores robustos y profundos. En muchos países, entre ellos Colombia, las autoridades económicas tienen la función de promover el mercado porque se reconocen los beneficios de canalizar los ahorros hacia las actividades más productivas.

Es importante ser consciente, no obstante, de que los mercados financieros son principalmente de carácter endógeno, es decir que su desarrollo está determinado principalmente por las variables de la propia economía. De esta forma, si la economía es pequeña, como lo es en nuestro país, no es razonable esperar que el mercado de valores alcance un tamaño sustancialmente diferente. La inversión y el ahorro dependen de los niveles de ingreso, y Colombia es un país de ingreso medio-bajo.

Varios elementos conceptuales mencionados en el capítulo indican que, para la mayoría de los agentes, los mercados intermediados (bancarios) y los de valores tienen características que los hacen complementarios más que sustitutos. Pero, además, es paradójica la situación que se presenta en economías con pocas empresas grandes y una enorme cantidad de pequeñas y medianas unidades empresariales, muchas de ellas informales. Mientras que las grandes empresas tienen suficiente capacidad financiera para acceder a los mercados de capitales internacionales en mejores condiciones que las que obtendrían en el mercado local, las otras no tienen el tamaño para emitir. También hay que resaltar que cuando los bancos son sólidos y agresivos comercialmente, ellos emiten en el mercado de valores y luego prestan los recursos captados a las empresas y a los consumidores. También habría que mencionar que la alta concentración de la propiedad en pocos grupos es un elemento crítico a la hora de explicar la estructura y dinámica del mercado financiero colombiano.

El conjunto de los factores mencionados explica, en buena medida, no solo el pequeño tamaño relativo de nuestro mercado de valores, sino también la importante presencia de entidades financieras como emisores.

La regulación juega un rol importante para que el tamaño del mercado de valores guarde proporción con el de su economía, es decir para evitar distorsiones que frenen su desarrollo potencial. Pero tampoco puede hacer mucho más que eso. Las regulaciones financieras, tributaria o de cambios no podrían obrar milagros para que un país invierta o ahorre niveles de ingreso que no posee. Los flujos de capital externo pueden ayudar un poco, pero también tienen limitaciones.

Por las razones mencionadas y asumiendo que la política económica y la regulación se mantienen en una senda favorable a la inversión, se podría esperar alguna profundización adicional en el mercado de capitales de Colombia, pero reflejando características similares a las actuales. Eso significa que probablemente se seguirá observando una primacía en las negociaciones de deuda pública, así como una concentración de negociación en pocas especies en el caso de renta variable. El papel de los inversionistas institucionales será cada vez más activo, en particular el de las administradoras de fondos de pensiones.

CASO. LA EXPANSIÓN DE ECOPETROL Y SU PRESENCIA EN EL MERCADO DE CAPITALES

Ecopetrol es un buen ejemplo de la relación entre la expansión empresarial y la de los mercados de capitales.

Hasta mediados de 2007 Ecopetrol era una empresa industrial y comercial del Estado cuya propiedad estaba exclusivamente en cabeza del gobierno nacional. Aun cuando de tiempo atrás se habían identificado importantes proyectos de inversión para aumentar la exploración y producción de hidrocarburos, así como para aumentar y mejorar la capacidad de refinación, en su condición de empresa estatal las cifras de la empresa se consolidaban para efectos fiscales con las del resto del sector público (gobierno central, gobiernos territoriales y empresas descentralizadas del Estado).

De acuerdo con la forma como el Fondo Monetario Internacional y otras autoridades internacionales analizan las cuentas públicas, mayores inversiones (así sean rentables y puedan ser financiadas por terceros) aumentan el déficit fiscal, lo cual podría desplazar posibles inversiones del sector privado. Debido a esa restricción fiscal, los gobiernos nacionales limitaban las inversiones de Ecopetrol, afectando su expansión. De hecho, las inversiones anuales autorizadas a la empresa por parte del gobierno nacional en el periodo 1995-2006 oscilaron en rangos cercanos a US$400-US$600 millones, pese a que las pretensiones de la empresa eran usualmente muy superiores.

La administración de la compañía[75] convenció a las autoridades de la imperiosa necesidad de democratizar la propiedad accionaria de Ecopetrol con el propósito de eliminar esa visión fiscal cortoplacista. La viabilidad de la compañía estaba en entredicho en caso de que no fuese posible manejarla con criterios empresariales.

Con ese razonamiento, en diciembre de 2006 se promulgó la Ley 1118 que convirtió a Ecopetrol en una sociedad de economía mixta y autorizó la democratización hasta del 20% de su capital. La acción fue listada en la Bolsa de Valores de Colombia y en la primera ronda se colocó el 10.1% de las acciones, las cuales fueron adquiridas por más de 483 mil colombianos.

Con los recursos frescos y sin la limitación de las cuentas fiscales, la petrolera inició un programa agresivo de inversiones, las cuales aumentaron de US$1.800 millones en 2007 a US$4.800 millones en 2008, y en forma creciente hasta US$7.200 millones en 2011. Si bien por efectos de la caída en las cotizaciones del crudo ese monto se ha reducido a US$3.300 millones año promedio[76] en el

75 Con el notorio liderazgo de Isaac Yanovich, presidente ejecutivo, y de Luis Ernesto Mejía, entonces ministro de Minas y Energía y presidente de la junta directiva.

76 De acuerdo con el plan de inversiones de la compañía, en caso de que el crudo cotice en promedio a US$70/barril, la inversión promedio anual podría aumentar a US$4.300 millones/

periodo 2017-2020, el valor de las inversiones es ostensiblemente superior al existente antes de la democratización.

La financiación de estos montos crecientes de inversión ha requerido la utilización de diversas opciones en el mercado de capitales. Es interesante notar, además, el orden en que la empresa lo ha hecho. Después de la democratización de 2007, Ecopetrol tomó un crédito sindicado con 11 bancos nacionales por $2.2 billones en mayo de 2009[77], y luego en julio del mismo año emitió unas notas de deuda garantizada en el mercado internacional por US$1.500 millones[78]. Posteriormente, en noviembre de 2010, accedió al mercado de valores local con una emisión de bonos de deuda en pesos por $1 billón[79]. Posteriormente, en octubre de 2011 realizó la segunda ronda de democratización (229 mil accionistas) y colocó el 1.6% de sus acciones, con lo cual obtuvo una capitalización adicional de $2.4 billones.

De esta forma una empresa como Ecopetrol, gracias a su tamaño, reputación y buen gobierno, tiene a su disposición todos los instrumentos del mercado de capitales. Su decisión de con cuál instrumento acceder es finalmente una combinación de las condiciones que cada fuente le pueda ofrecer en un momento determinado y de sus requerimientos de financiación en pesos o en dólares.

Este ejemplo de Ecopetrol ilustra entonces la manera en que la expansión empresarial requiere de diversas fuentes de financiación, y la forma en que se acude a diversos instrumentos del mercado de capitales, incluyendo la emisión la de acciones y de bonos. Si bien el 85% del endeudamiento de Ecopetrol a largo plazo es en dólares[80], ello refleja la cobertura natural por la denominación mayoritaria de sus ingresos y gastos en esa moneda. No obstante, la empresa ha sido un dinamizador importante del mercado de valores del país en la última década, y de seguro mantendrá un papel importante, aun cuando menor al inicialmente esperado.

año. Y en caso de precio del crudo a US$80/barril, la inversión podría alcanzar los $6.000 millones/año.

77 Condiciones: 7 años de plazo, 2 de gracia a tasa de interés de DTF+4 trimestre anticipado.

78 Cupón 7,625% con vencimiento 2019.

79 Condiciones: $97.100 millones vencimiento a 5 años IPC+2.8; $138.700 millones a 7 años IPC+3.30; $479.900 a 10 años IPC+3.94; y $284.300 millones a 30 años IPC+4.90%.

80 Corte a junio de 2017, cifras consolidadas de Ecopetrol y sus empresas (Reficar, Bicentenario, ODL, Bioenergy y Ocensa).

REFERENCIAS

ATTALI, JACQUES. *Los judíos, el mundo y el dinero. Historia económica del pueblo judío*, Fondo de Cultura Económica, 2005.

BAGEHOT, WALTER. *Lombard Street. A description of the money market* (1873), Seven Treasures, 2009.

BECK, THORSTEN y DEMIRGUC-KUNT, ASLI. "Financial institutions and markets across countries and over time-data and analysis", mimeo, 2009.

BECKER, GARY S. "Competition and Democracy", *Journal of Law and Economics*, vol. 1, octubre, 1958, pp. 105-109.

BLACK, BERNARD. "The legal and institutional preconditions for strong securities markets", *UCLA Law Review*, vol. 48, 2001, pp. 781-855.

BENCIVENGA, VALERIE, SMITH, BRUCE D. y STARR, ROSS M. "Equity markets, transaction costs and capital accumulation: An ilustration", *The World Bank Economic Review*, vol. 10, n.° 2, mayo, 1996, pp. 241-265.

BREALY, RICHARD y MYERS, STEWART C. *Principios de finanzas corporativas*, 5.ª ed., McGraw-Hill/Interamericana de España, 1998.

DEMETRIADES, PANICOS y HUSSEIN, KHALED. "Does financial development cause economic growth? Time-series evidence from 16 countries", *Journal of Development Economics*, vol. 51, 1996, pp. 387-411.

DEMIRGUC-KUNT, ASLI y LEVINE, ROSS. "Stock markets, corporate finance and economic growth: An overview", *The World Bank Economic Review*, vol. 10, n.° 2, mayo, 1996, pp. 223-240.

DEMIRGUC-KUNT, ASLI y MAKSIMOVIC, VOJISLAV. "Stock market development and finance choices of firms", *The World Bank Economic Review*, vol. 10, n.° 2, mayo, 1996, pp. 341-370.

DEMIRGUC-KUNT, ASLI y LEVINE, ROSS. "Bank-based and market-based financial systems: Cross-country comparisons", mimeo, 2004.

DEMIRGUC-KUNT, ASLI, ERIK FEYEN y ROSS LEVINE. "The evolving importance of banks and securities markets", Policy Research Working Papers 5805, The World Bank, septiembre de 2011.

DIXIT, AVINASH y PINDYCK, ROBERT S. "The options approach to capital investment", *Harvard Business Review*, mayo-junio, 1995.

FERGUSON, NIALL. *The ascent of money. A financial history of the world*, New York, The Penguin Press, 2008.

GOLDSMITH, RAYMOND W. *Financial structure and development*, New Haven, Yale University Press, 1969.

HICKS, JOHN. *A theory of economic history*, Oxford University Press, Clarendon Press, 1969.

JUNGUITO, ROBERTO y HERNÁN RINCÓN. *La política fiscal en el siglo XX en Colombia*, mimeo, Fedesarrollo, 2004.

KAPLAN, HERBERT. *Nathan Mayer Rothschild and the creation of a dynasty: The critical years, 1806-1816*, Standford, 2006.

KHAN, MOSHIN S. y SENHADJI, ABDELHAK S. *Financial development and economic growth: An overview*, International Monetary Fund-IMF Working paper WP/00/209, 2000.

KING, ROBERT G. y ROSS LEVINE. "Finance and growth: Schumpeter might be right", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 108, n.° 3, agosto, 1993, pp. 717-737.

LA PORTA, RAFAEL, LÓPEZ-DE-SINALES, FLORENCIO, SHLEIFER, ANDREI y VISHNY, ROBERT. "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, vol. 106 n.° 6, 1998.

LEAHY, JOHN V. y WHITED, TONI M. "The effect of uncertainty of investment: Some stylized facts", NBER Working Series Papers n.° 4986, National Bureau of Economic Research, enero, 1995.

LEVINE, ROSS. "Financial development and economic growth: Views and agenda", *Journal of Economic Literature*, vol. XXXV, junio, 1997.

LEVINE, ROSS y ZERVOS, SARA. "Stock market development and long run growth", *The World Bank Economic Review*, vol. 10, n.° 2, mayo, 1996, pp. 323-340.

MERTON, ROBERT C. y BODIE, ZVI. *The global financial system: A functional perspective*, Harvard Business School Press, 1995.

MICKLETHWAIT, JOHN y WOOLDRIDGE, ADRIAN. *"The company. A short history of a revolutionary idea*, New York, A Modern Library Chronicles Book, 2003.

Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Banco Mundial y Fedesarrollo. Misión de Estudios del Mercado de Capitales. *Informe Final*, julio, 1996.

MODIGLIANI, FRANCO. "Life-cycle, individual thrift, and the wealth of nations", *American Economic Review*, vol. 76 n.° 3, junio, 1986, pp. 297-313.

PINDYCK, ROBERT S. y SOLIMANO, ANDRÉS. "Economic instability and aggregate investment", mimeo WP 3552-93-EFA, abril, 1993.

ROSE, PETER S. y MARQUIS, MILTON H. *Money and capital markets*, McGraw-Hill, 2008.

SANDOVAL, CARLOS ALBERTO. "Promoción del mercado de valores: una contribución al debate", *Carta Financiera* n.° 159, ANIF, enero-marzo, 2011.

STIGLITZ, JOSEPH E. "The role of the State in financial markets", World Bank Research Observer, Annual Conference on Development Economics Supplement, 1993.

STIGLITZ, JOSEPH E. *Whither Socialism?*, The Wicksell Lectures, Cambridge, Mass., The MIT Press, 1994.

TUFANO, PETER. *The Handbook of the Economics of Finance*, vol. 1, 2003.

MAURICIO BAQUERO HERRERA*

Intervención del Estado y autorregulación de los mercados de valores: perspectiva doméstica e internacional

1. LA INTERVENCIÓN PÚBLICA DE LOS MERCADOS DE VALORES

La intensa e importante actividad económica privada que se desarrolla en los mercados de valores está sujeta a una fuerte intervención estatal (pública) así como a ciertas reglas especiales que las partes interesadas han ido estableciendo (autorregulación), en defensa de múltiples intereses y atendiendo variados propósitos que, en algunos casos, interrelacionan lo público con lo privado, mientras que en otros no. En esta sección presentamos los principales argumentos con los cuales se fundamenta la intervención pública en estos mercados.

Tal intervención puede entenderse de diversas maneras. Usualmente, el concepto se relaciona con la actividad regulatoria que el Estado realiza a través de diferentes autoridades de acuerdo con la estructura institucional establecida en cada constitución política[1] o en la construcción histórica de sus instituciones políticas[2]. De igual manera, la intervención estatal se asocia con la actividad de supervisión o fiscalización del cumplimiento de la regulación por parte de todos aquellos a quienes va dirigida o les es aplicable[3]. De otra parte, la intervención

---

* Profesor de Derecho Comercial de la Universidad Alberto Hurtado, Chile, profesor titular de la Universidad Externado de Colombia, profesor visitante de la Maestría en Derecho Bancario y Bursátil de la Pontificia Universidad Católica del Perú. PhD y LLM de Queen Mary University of London, así como especialista en Derecho Financiero y Bursátil de la Universidad Externado de Colombia. Contacto: mbaquero@uahurtado.cl y mauricio.baquero@uexternado.edu.co

1 Hay diferentes modelos, sin que ninguno deba considerarse *per se* mejor que otro. En el caso colombiano, el diseño constitucional introduce un regulador doble. De una parte, el Congreso de la República determina las leyes marco con base en las cuales el Presidente de la República debe, de una parte, intervenir regulando los mercados financieros y, de otra, supervisar los mismos. Así, han de tenerse en cuenta diversas instituciones (Congreso, Ministerio de Hacienda, Unidad Administrativa de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera URF, Superintendencia Financiera de Colombia) y jerarquías normativas (Constitución, leyes, decretos leyes, decretos, circulares y resoluciones). Hay casos, como el de Chile, en donde no existe un diseño constitucional específico que determine estructuras especiales de regulación y supervisión para los mercados financieros. Es el Congreso, por medio de la ley, el que determina los contenidos y las instituciones que realizarán la intervención, según el caso. Es así como en ejercicio de sus funciones profirió la Ley 21.000 por medio de la cual creó la Comisión para el Mercado Financiero, actual regulador y supervisor unificado. A su turno, en Perú, la Superintendencia del Mercado de Valores fue establecida por medio de una ley orgánica (Decreto Ley 26126 de 1992). Nótese que la Superintendencia de Banca y Seguros tiene una referencia constitucional atada al ahorro, en el artículo 87 CP peruana.

2 En países donde no existe constitución, como es el caso del Reino Unido.

3 Usualmente se realiza en América Latina a través de comisiones o superintendencias. Entre los

estatal también puede desarrollarse mediante la creación de instituciones públicas que realizan actividades privadas, que ofrecen servicios financieros que no son directamente asumidos por las instituciones financieras[4].

Debe precisarse que la referencia general que en este escrito se realiza a "mercado de valores" contiene una variada amalgama de instituciones, operaciones, personas y sub-mercados que son distinguibles entre sí[5]. Por lo mismo, ha de indagarse si existe una finalidad general en la intervención estatal aplicable al "mercado de valores" como sistema y/o si deben identificarse especificidades de acuerdo con las características y funciones de cada uno de sus componentes.

1.1. LA "JUSTIFICACIÓN" TAL COMO LA PRESENTAN LOS REGULADORES DEL MERCADO DE VALORES[6]

Uno de los acercamientos tradicionales respecto de los propósitos de la regulación y supervisión de los mercados de valores proviene precisamente de las autoridades encargadas de la intervención estatal. Existe a nivel internacional una institución denominada Organización Internacional de Comisiones de

países que componen el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) (ver: http://www.mercadomila.com/home/) encontramos la Comisión Nacional Bancaria y de Valores de México (https://www.gob.mx/cnbv), la Comisión para el Mercado Financiero de Chile (http://www.svs.cl/portal/principal/605/w3-channel.html), la Superintendencia Financiera de Colombia (https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/index.jsf) o la Superintendencia del Mercado de Valores del Perú (http://www.smv.gob.pe/index.aspx).

4 Es el caso de Bancoldex (ver: https://www.bancoldex.com/portal/default.aspx) o la Banca de las Oportunidades, que es un programa del gobierno creado para promover la inclusión financiera en Colombia (ver: http://bancadelasoportunidades.gov.co/es). De igual manera, es el caso de Corfo, la agencia del gobierno de Chile, dependiente del Ministerio de Economía, Fomento y Turismo, a cargo de apoyar el emprendimiento, la innovación y la competitividad en el país, y de fortalecer el capital humano y las capacidades tecnológicas (ver: https://www.corfo.cl/sites/cpp/home).

5 Tal como se explica con claridad en otra parte de esta publicación: ver capítulo primero, "Características del mercado de valores e intervención del Estado", secc. 1.4, "Estructura institucional del mercado de valores" (pp. 195 ss.).

6 Es importante comenzar por estos estándares porque los mismos tienden a replicarse en las normas vigentes en los países miembros de IOSCO. En el caso de Colombia, por ejemplo, la Ley Marco del Mercado de Valores acoge en su totalidad los objetivos de IOSCO, en su artículo 1. No sucede lo mismo en Perú, donde se acogen parcialmente. La norma chilena no contiene expresamente ninguno de estos tres objetivos señalados por IOSCO, como se analiza más adelante en este capítulo. Ver *infra* secc. 1.2.

Valores (OICV, o IOSCO, por sus siglas en inglés), la cual reúne a 115 autoridades de valores del mundo y es reconocida como el emisor de estándares globales para la regulación y supervisión del mercado de valores[7].

Esta organización está unida a un grupo de instituciones internacionales denominadas, en general, "*internacional standard setters*", cuyo establecimiento y finalidad tuvieron origen en una estrategia diseñada para alcanzar estabilidad financiera internacional[8].

Sin perder de vista que todo sistema financiero debe contar con condiciones macroeconómicas estables y gozar de los elementos considerados como mínimos para alcanzar su solidez, la estrategia se ha formulado sobre cuatro componentes fundamentales, a saber: 1) el desarrollo de un consenso internacional[9] respecto de los elementos clave para obtener tanto sistemas financieros como regulación financiera sólidos; 2) la formulación de reglas, principios y prácticas por parte de grupos o asociaciones de autoridades internacionales con conocimiento y experiencia relevantes, tales como el Financial Stability Board (FSB), el Comité de Basilea (CBSB), la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (AISS) y la Organización Internacional de Supervisores de Valores (OICV/IOSCO); 3) la utilización de herramientas fundamentales, tales como la disciplina del mercado y los canales de acceso a los mercados (entiéndase autorización estatal para prestar determinada clase de servicios financieros), para crear incentivos para la adopción de sistemas de supervisión sólidos, mejor gobierno corporativo así como otros de los elementos señalados como fundamentales para alcanzar sistemas financieros robustos; y, finalmente, 4) la promoción por parte de instituciones multilaterales, tales como el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial y los bancos regionales de desarrollo, de la adopción e implementación de tales principios y prácticas[10].

7 Para mayor información ver: https://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco

8 Ver BIS/IMF. "Financial stability in emerging market economies. A strategy for the formulation, adoption and implementation of sound principles and practices to strengthen financial systems", Report of the Working Party on Financial Stability in Emerging Market Economies, abril de 1997 [en adelante, La estrategia]. Ver MAURICIO BAQUERO-HERRERA. "Globalización y derecho financiero: la nueva propuesta del Comité de Basilea relacionada con estándares de supervisión bancaria", CAEI Working Paper n.° 25, 19 de junio de 2006.

9 Entre miembros del G-10 y de economías emergentes.

10 Ver BIS/IMF. Financial Stability in Emerging Market Economies, cit., cap. tercero, p. 52.

El principal documento emitido por IOSCO relacionado con el tema que nos ocupa se denomina "Objetivos y principios de regulación de valores"[11]. Dentro de la estrategia global establecida para alcanzar estabilidad financiera, los reguladores de valores agrupados en IOSCO han determinado ciertos objetivos y establecido algunos estándares que consideran como los mínimos suficientes para entender que un sistema específico de regulación y supervisión de los mercados de valores, cuenta con las herramientas necesarias para desarrollar tales tareas. Por ello, los principios y su metodología constituyen, según IOSCO, una "valiosa fuente de información sobre los principios que subyacen a la regulación efectiva de valores"[12], así como se refieren a las herramientas y técnicas necesarias para hacerlos efectivos.

Sin embargo, bajo una revisión rigurosa desde la perspectiva del derecho, estos enunciados en realidad no corresponden a la categoría de principios jurídicos, tal como se conocen en el ámbito del derecho[13]. Los *principia iuris* son "elementos fundantes, originarios, estructurantes y articuladores del sistema, son inherentes a los derechos que contienen y en cuanto tal, estructuran tales derechos"[14]. Los denominados "principios" de IOSCO no configuran o determinan derechos, sino contenidos temáticos que los reguladores deben tener en cuenta al momento de proferir la normatividad, así como desarrollar el mercado de valores.

Al revisar el texto, allí se identifican 10 temáticas propias de los mercados de valores y se proponen, en total, 38 "principios" de regulación que deben implementarse según el caso. Así, se encuentran temas relacionados con el regulador (8 en total); para la autorregulación (1); para la aplicación de la regulación de valores (3); para la cooperación en la regulación y supervisión internacional (3); para los emisores (3); para auditores, agencias de calificación crediticia y otros proveedores de información (5); para esquemas de inversión colectiva (5); para los intermediarios del mercado (4); para los mercados secundarios y otros mercados (5); y principios relacionados con la compensación y la liquidación (1).

11 International Organization of Securities Commissions. Objectives and Principles of Securities Regulation, May 2017, disponible en: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf Última visita: 10/01/2018. De igual manera, como consecuencia de la crisis financiera sub-prime y sin abandonar esta estrategia, la misma se ha enriquecido con la creación del Financial Stabilty Board que se encarga de revisar la estabilidad financiera desde la perspectiva de los conglomerados financieros locales, internacionales y supranacionales.

12 Tal como los expresan los miembros de la OICV al momento de adoptar estos principios de regulación. Ver "A Resolution of the Presidents' Committee on IOSCO Adoption of the Objectives and Principles of Securities Regulation Passed by the Presidents' Committee", septiembre de 1998, disponible en: http://www.iosco.org/library/resolutions/pdf/IOSCORES16.pdf Última visita: 17/01/2018.

13 Al respecto, vale la pena revisar el trabajo aclaratorio de NEME VILLARREAL, MARTHA LUCÍA. "Principios, cláusulas generales y estándares como orientadora del sistema jurídico", en AA.VV., *Estudios de derecho civil, en memoria de Fernando Hinestrosa*, Bogotá, 2014.

14 Ibíd.

Cada tema se enuncia de manera general en el documento, sin mayor explicación. Sin embargo, para una mayor ilustración y mejor entendimiento de cada uno de ellos debe revisarse de manera concomitante un documento denominado "Metodología para evaluar la implementación de los objetivos y principios de regulación de valores de IOSCO", el cual profundiza sobre el contenido de cada uno[15].

¿Debe considerarse cada uno de estos temas como principios jurídicos? La respuesta es simple: no. Un tema como la autorregulación no es un principio general del derecho. Es una institución propia del mercado de valores y, por lo mismo, debe incluirse dentro del marco regulatorio. El documento de los principios, así como el de la metodología, se encargan de desarrollar en detalle cuáles temas relacionados con la autorregulación deben tenerse en cuenta para regularla y supervisarla adecuadamente. A cada descripción erróneamente se le denomina principio.

De otra parte, en la introducción del documento, IOSCO propone tres objetivos generales principales aplicables a toda la regulación del mercado de valores y, por lo mismo, a cada una de las 10 temáticas que allí se establecen. Los tres objetivos se enuncian como sigue: 1. Proteger a los inversionistas; 2. Garantizar que los mercados sean justos, eficientes y transparentes, y 3. Reducir el riesgo sistémico[16]. Se resalta en el documento de la metodología de los estándares que estos tres objetivos "están estrechamente relacionados y, en algunos aspectos, se superponen"[17].

15 International Organization of Securities Commissions. Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation, May 2017, disponible en: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD562.pdf Última visita: 10/01/2018.

16 International Organization of Securities Commissions, Objectives and Principles of Securities Regulation, May 2017, disponible en: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf Última visita: 10/01/2018.

17 International Organization of Securities Commissions. Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation, May 2017, disponible en: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD562.pdf Última visita: 10012018.

Al revisar en el documento contentivo de la metodología los comentarios realizados por IOSCO a cada uno de los objetivos propuestos en los Principios, no se encuentra argumento alguno que explique por qué cada uno de ellos debe considerarse como un propósito específico de la regulación del mercado de valores. Mucho menos se explica el orden de su prioridad. En efecto, al explicar el primero de ellos, el documento reconoce abiertamente que los inversionistas "son particularmente vulnerables a la mala conducta de los intermediarios y otros actores y agentes del mercado"[18]. Por ello describe con detenimiento los mecanismos por medio de los cuales usualmente se les protege[19], enfatizando el acceso a la información de calidad como el principal[20]. Sin embargo, además de este acercamiento pragmático no existe una justificación teórica para la determinación tanto de este objetivo como de su prioridad. Es decir, la realidad demuestra que los derechos de los inversionistas pueden ser objeto de diversas vulneraciones y/o abusos y, por lo mismo, la intervención estatal debe estar encaminada a protegerlos. ¿Por qué los inversionistas no pueden protegerse a sí mismos? ¿Por qué los propios intervinientes que se benefician con este mercado no se encargan de proveer tal protección a través de mecanismos privados, como la autorregulación? ¿Por qué el Estado debe hacerlo? ¿Por qué se considera que el Estado lo hace bien o, al menos, mejor que el sector privado mismo?[21].

18 International Organization of Securities Commissions. Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation, May 2017, disponible en: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD562.pdf Última visita: 10/01/2018.

19 De acuerdo con el texto, los inversionistas deben estar protegidos de prácticas engañosas, manipuladoras o fraudulentas, incluidos uso de información privilegiada, ejecución anticipada o negociación por delante de los clientes, y el uso indebido de los activos del cliente. Así mismo, deben ser tratados de manera justa y equitativa por los intermediarios del mercado de acuerdo con normas que deben establecer apropiadas reglas de conducta de los negocios. Ver International Organization of Securities Commissions. Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation, cit.

20 La divulgación completa de información material es el medio más importante para asegurar la protección de los inversionistas. Con ella serán capaces de evaluar los riesgos potenciales y las recompensas de sus inversiones y, por lo tanto, proteger sus propios intereses. Como complementos clave de los requisitos de divulgación deben existir normas contables y de auditoría de calidad acorde con los estándares internacionales. Ver ibíd.

21 Ver la explicación sobre fallas del gobierno expuesta por Stiglitz cuando analiza por qué los Estados deben intervenir en los mercados financieros, pero advirtiendo que dicha intervención también está expuesta a fallas de diversa índole que deben corregirse. STIGLITZ, JOSEPH. "Regulación y fallas", *Revista de Economía Institucional*, vol. 12, n.º 23, 2010.

Igual observación es predicable del segundo objetivo, esto es, el de asegurar que los mercados sean justos, eficientes y transparentes. La metodología señala que es deseable tener mercados de valores que compartan esas tres características, y para ello describe los diferentes mecanismos que considera deben ser introducidos en la regulación para alcanzar mercados con tales atributos. Por ejemplo, establece que "la aprobación dada por el supervisor tanto a los operadores intervinientes en los sistemas de negociación como de las reglas aplicables en las bolsas de valores ayuda a asegurar mercados justos"[22]. ¿Es esta autorización por parte de la autoridad estatal una garantía *per se* para alcanzar mercados justos, eficientes y transparentes?[23].

Igual sucede con el tercero, definido como la reducción del riesgo sistémico. En este caso, los documentos que se comentan no se ocupan de definir qué se entiende por esta clase de riesgo en el caso del mercado de valores, el cual podría irreflexivamente identificarse con el que es propio del sistema bancario. Sin embargo, son mercados distintos y, por lo mismo, tienen mecanismos regulatorios e institucionales diversos para evitarlos y enfrentarlos. Ello se evidencia con los diversos enunciados que postula la OICV en los documentos que se comentan.

Por ejemplo, la metodología explica que "tomar riesgos es esencial para un mercado activo. Por lo mismo, la regulación no debería sofocar innecesariamente la toma de riesgos legítima. Para ello los reguladores deben promover y permitir la gestión efectiva del riesgo y garantizar que el capital y otros requisitos prudenciales sean suficientes para abordar el riesgo tomado, permitir la absorción de algunas pérdidas y controlar la toma de riesgos excesivos"[24]. Esta afirmación, aplicable en general para cualquier actor del mercado (no solo de valores) que esté expuesto a actividades riesgosas de cualquier índole tiene destinatarios específicos en un mercado de valores organizado, tales como los emisores, los intermediarios y los inversionistas. Pero, la insolvencia de cualquiera de estos no supone necesariamente la ocurrencia de un riesgo sistémico en dicho mercado de la manera como la insolvencia de un banco

22 Ver International Organization of Securities Commissions. Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation, May 2017, disponible en: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD562.pdf Última visita: 10/01/2018.

23 Ver STIGLITZ. "Regulación y fallas", *Revista de Economía Institucional*, vol. 12, n.º 23, 2010.

24 Ver International Organization of Securities Commissions. Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation, May 2017, disponible en: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD562.pdf Última visita: 10/01/2018.

de gran tamaño o con presencia sistémica podría generarla en el sistema del mercado de crédito.

Debe resaltarse, además, que el riesgo sistémico en el mercado de valores se asocia directamente con los sistemas de liquidación y compensación. Por ello, insisten los estándares de regulación en enunciar diversas herramientas para evitar que esto suceda, tales como la efectiva gestión de riesgos, una adecuada supervisión, la existencia de provisiones contractuales y legales que establezcan el modo de proceder y atender los intereses de los acreedores en caso de incumplimientos, en concordancia con las normas de insolvencia de cada país[25]. Finalmente, estos estándares internacionales reconocen que la inestabilidad en un mercado de valores local puede ser el resultado de eventos en otra u otras jurisdicciones, por lo que debe tenerse una visión global a través de la cooperación y el intercambio de información[26].

Una falencia de los mismos consiste en que establecen un listado de paradigmas considerándolos como válidos sin proveer una justificación suficiente de las afirmaciones que realizan[27]. ¿Por qué tales mecanismos resultan eficientes y no otros? Si la respuesta viene de las autoridades regulatorias se considera que es aceptable en la medida en que tales mecanismos funcionan. Como se ha indicado anteriormente, cada regla propuesta (denominada por ellos principio) es una respuesta pragmática acordada por todos los miembros de la organización, la cual ha funcionado en alguno, algunos o quizás todos los países miembros, y se espera que se mantenga así y que, a la vez, lo haga y/o funcione, al menos en igual medida, para los demás.

---

25 Ver International Organization of Securities Commissions. Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation, May 2017, disponible en: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD562.pdf Última visita: 10/01/2018.

26 Ver ibíd.

27 Por ejemplo, la metodología de la OICV señala que la "regulación debe detectar, disuadir y penalizar la manipulación del mercado y otras prácticas desleales. Así mismo debe tener como objetivo garantizar que los inversionistas tengan un acceso justo a las infraestructuras del mercado y a la información tanto del mercado como de los precios de los activos ofrecidos y transados. La regulación también debe promover prácticas de mercado que garanticen un tratamiento justo de las órdenes de compra y/o venta de activos financieros en los sistemas de negociación así como un proceso de formación de precios que sea confiable. En un mercado eficiente, la divulgación de información relevante es oportuna y generalizada y se refleja en el proceso de formación de precios. En últimas, la regulación debe promover la eficiencia del mercado". Es decir, enumera un listado de prácticas o contenido regulatorio deseable sin justificarlas, considerándolas dogmáticamente como válidas. Ver International Organization of Securities Commissions. Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation, cit.

No obstante, esta propuesta internacional debe ser asumida y revisada críticamente. Esto es lo que se espera que suceda cuando un determinado país, como consecuencia de su política regulatoria, decide incorporar los principios de IOSCO en la legislación nacional. En el caso de Colombia, por ejemplo, la Ley Marco del Mercado de Valores introduce casi sin mayor cambio los tres objetivos generales propuestos por esa institución[28].

1.2. LA PERSPECTIVA DE LA PROTECCIÓN DEL AHORRO Y/O DE LOS RECURSOS CAPTADOS DEL PÚBLICO

En los países con tradición jurídica continental, la justificación positiva de la intervención del Estado en el mercado de valores puede encontrarse en algunos casos en la Constitución Política y, en todo caso, en las normas que de esta se derivan. En algunos países de la región existen normas de rango constitucional que determinan el actuar del Estado con respecto a los mercados de valores de esa jurisdicción.

En la región, Colombia es un ejemplo claro de este acercamiento. La Carta Política define a ese país como un Estado social de derecho, que dirige la economía[29] y que, además, cuenta con una estructura determinada en la Constitución para la intervención regulatoria y de supervisión de los mercados financieros[30]. Lo interesante de la Carta Fundamental colombiana es que, además de la estructura especial de intervención estatal, contiene una norma específica ya no para establecer las competencias de las autoridades respecto de las actividades financieras[31], sino de contenido, esto es, señala la naturaleza

---

28 Ver Ley 964 de 2005, art. 1, "Objetivos y criterios de la intervención".

29 Con el fin de alcanzar unos objetivos específicos que se desprenden de la naturaleza del Estado social de derecho. Ver artículo 334 y la abundante jurisprudencia de la Corte Constitucional sobre la materia.

30 De acuerdo con los artículos 335, 150 numeral 19, letra d y 189 numerales 24 y 25 CP, el Presidente de la República realiza la intervención regulatoria y fiscalizadora de las actividades financieras, bursátiles y aseguradoras y, en últimas, de todas aquellas relacionadas con la captación de recursos del público.

31 En este capítulo se utiliza la expresión "actividades financieras" de la manera más amplia posible, no bajo la limitada y errónea concepción acuñada en los años noventa e infortunadamente incluida en la Constitución Política colombiana (como se explica en los párrafos siguientes). Por lo mismo, incluye actividades bancarias, fiduciarias, de seguros, de los mercados de cambios y valores, de sistemas de pago, así como cualquier otra que en su momento pueda considerarse como financiera en mercados formales o informales.

de las actividades desarrolladas en los mercados financieros en general, y en los mercados de valores en particular[32]. Es el artículo 335. Esta es una norma compleja, poco técnica y mal redactada que genera importantes confusiones conceptuales.

1.2.1. LA PRIMERA CONFUSIÓN CONCEPTUAL: ¿NO SON ACTIVIDADES FINANCIERAS LAS OPERACIONES QUE SE REALIZAN EN EL MERCADO DE VALORES?

La Constitución en su momento (1991) recogió la tradición conceptual imperante (y errónea) según la cual las actividades financieras comprenden, entre otras, todas las actividades bancarias y son distinguibles (las actividades financieras) de las ofrecidas y realizadas en los mercados de valores. Debe recordarse que como consecuencia de la Misión Kemmerer[33] y los posteriores desarrollos normativos llevados a cabo en Estados Unidos, a medida que los mercados de crédito, seguros y de valores se fueron desarrollando en Colombia, se acogió la tendencia del regulador norteamericano de separar los mercados de crédito de los de valores[34]. El incipiente mercado de crédito colombiano se consideró en todo caso suficiente como para establecer la superintendencia de bancos, a través de la Ley 45 de 1923[35]. Con el tiempo, a las tareas de fiscalización de esta entidad pública de naturaleza técnica se les fueron agregando otras instituciones, operaciones y mercados, como las aseguradoras, fiduciarias, administradoras de fondos de pensiones, entre otras[36]. Sin embargo, el mercado de valores fue

32 Las define como actividades de interés público. ¿Son en realidad actividades de interés público? Esta compleja e innecesaria denominación ha hecho más difícil el propósito de identificar con claridad por qué los Estados deben intervenir los mercados financieros. En cierto sentido es fácil señalar que los Estados deben intervenir los mercados de valores porque en estos se desarrollan actividades de interés público. Pero este es un concepto jurídico abierto, de amplio contenido y alcance. Todo parece caber dentro del mismo. Por ello, cuando las categorías no son capaces de entregar una justificación clara y coherente es preciso abandonarlas por falaces.

33 JORGE VALENCIA RESTREPO. "La Misión Kemmerer y los intereses financieros británicos durante la década de 1920", *Lecturas de Economía*, n.º 24, Medellín, septiembre-diciembre, 1987, pp. 9-53.

34 Que después se consagró en el Glass-Steagall Act de 1933 en Estados Unidos.

35 Ver el artículo 19 de la Ley 45 de 1923. La Superintendencia Financiera de Colombia nació de la fusión de la Superindendencia Bancaria y la Superintendencia de Valores, según lo establecido en el Decreto 4327 de 2005, en su artículo 1.

36 Al amparo del artículo 121 CP de 1886, el Presidente de la República contaba con atribuciones regulatorias propias del Congreso. Entre 1949 y 1991 Colombia vivió más de tres décadas bajo

regulado y fiscalizado bajo otra estructura de instituciones públicas, primero en cabeza de la Comisión Nacional de Valores[37], la cual funcionó entre 1979 y 1991, y luego de la Superintendencia de Valores[38].

Así, tanto la regulación como la institucionalidad destinada a la intervención estatal de los mercados financieros estuvieron escindidas desde su origen: lo financiero se entendió asociado a actividades que no comprendían los mercados de valores, mientras que los mercados de valores se regularon y supervisaron de manera independiente y diferenciada. Esta tradición conceptual, propia de la cultura jurídico-financiera colombiana, afianzada en explicaciones doctrinales meramente locales y que, por lo mismo, no tuvo mayor influencia de corrientes teórico-prácticas internacionales, quedó reflejada en la Constitución, en el artículo 335.

Por eso, allí se prescriben provisiones para las actividades financieras, bursátiles y aseguradoras. En la lectura actual de estas temáticas no existe duda respecto de la naturaleza financiera de las actividades que se desarrollan en los mercados de valores. Hubiese sido preferible que se hubiese acogido en la Constitución el concepto de servicios financieros, tal como se entienden en los diversos tratados de libre comercio multilaterales (OMC), bilaterales (TLC) o en la Comunidad Andina. De acuerdo con estos instrumentos internacionales, "los servicios financieros comprenden todos los servicios de seguros y relacionados

esta institución. Como consecuencia de ello, durante ese período se promulgaron normas sobre diversas materias, incluidas las actividades bancarias, aseguradoras, de sistemas de pagos y mercados de valores. Era tal el cúmulo de decretos que llegaba a ser difícil saber cuáles estaban vigentes y cuáles no, dificultando la labor de fiscalización y la de provisión de servicios financieros y de seguros, bajo reglas claras para todos. Esta situación dio origen al Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, norma que en su versión original (Decreto 1730 de 1991) compiló en un solo cuerpo normativo todos estos decretos de intervención. Con posterioridad a la Constitución de 1991 se profirió el Decreto 663 de 1993, decreto con fuerza de ley que se conoce como el actual Estatuto y contiene tanto las normas recopiladas en su momento como todas aquellas modificaciones introducidas por el legislador en el marco de sus funciones constitucionales.

37 La Comisión Nacional de Valores fue creada mediante la Ley 32 de 1979. La misma contaba con funciones de regulación y supervisión del mercado de valores. Para diferenciarse de la Bancaria, la Comisión (y después la Sala General de la Superintendencia de Valores y el Superintendente de Valores, cada uno según su competencia) profería su normatividad por medio de resoluciones. Muy famosas fueron las resoluciones 400 y 1200, ambas de 1995. En 1991, la Constitución dispuso en su artículo transitorio 52 que la Comisión tendría naturaleza de superintendencia.

38 Mediante el Decreto 2115 de 1992, el Presidente de la República creó la Superintendencia de Valores, dando cumplimiento a los artículos transitorios 20 y 52 CP. La Superintendencia de Valores luego fue fusionada con la Superintendencia Bancaria, dando origen a la Superintendencia Financiera de Colombia.

con seguros y todos los servicios bancarios y demás servicios financieros (excluidos los seguros)"[39].

1.2.2. LA SEGUNDA CONFUSIÓN CONCEPTUAL: ¿LA PROTECCIÓN DEL AHORRO Y/O LOS RECURSOS CAPTADOS DEL PÚBLICO JUSTIFICA LA INTERVENCIÓN DEL ESTADO EN EL MERCADO DE VALORES?

Al analizar el contenido de las normas, esto es, acogiendo una perspectiva de análisis jurídico positivo, se evidencia una clara tendencia del regulador constitucional y legal colombiano consistente en hacer énfasis en la protección de los recursos captados del público. En otras palabras, del análisis de las normas vigentes puede interpretarse que un objetivo primordial de la intervención del Estado en los mercados financieros es la protección de dichos recursos. Así se desprende del artículo 335 CP cuando, para determinar las consecuencias jurídicas que allí se regulan, enumera (erróneamente) a los sujetos respecto de los cuales las mismas se predican, esto es, a las actividades financieras, bursátiles y aseguradoras y "cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos de captación". Parece que las actividades listadas que finalmente constituyen el sector financiero formal, autorizado y fiscalizado por el Estado colombiano, y cualquier otra que pueda aparecer, comparten un elemento común: la captación de recursos del público. Y por eso el Estado las interviene de manera especial.

Idéntica referencia se hace en el artículo 150, numeral 19, letra d CP cuando, al señalar las atribuciones del Congreso, se indica que este debe proferir las normas generales y señalar en estas los objetivos y criterios a los cuales

39 Esta es la definición contenida en el Anexo sobre servicios financieros del Acuerdo General sobre el Comercio de Servicios de la OMC. La misma, en general, ha sido replicada en todos los TLC acordados en América Latina, así como en los acuerdos regionales (FTAA) y sub-regionales (CAN y Mercour). Debe tenerse en cuenta que todos estos acuerdos multilaterales o bilaterales se han internalizado en las normativas locales mediante leyes internas que han sido sometidas al escrutinio del tribunal constitucional de cada país. En tal sentido, son norma vigente que debe tenerse en cuenta en el momento de interpretar las reglas relacionadas con el comercio de servicios financieros transfronterizos y locales, comoquiera que existen los modos de provisión de servicios financieros, definidos en estos acuerdos, según los cuales el proveedor internacional se domicilia en el país miembro del acuerdo, y en ese lugar provee dichos servicios. Por ello, el país receptor queda sujeto a la regla de la cláusula de nación más favorecida y debe darles trato nacional a dichos proveedores.

debe sujetarse el gobierno para regular las actividades financiera, bursátil y aseguradora y "cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público". Este tratamiento se replica en el artículo 189, numerales 25 y 25 CP, cuando se determinan las funciones del Presidente como Jefe de Estado, Jefe de Gobierno y suprema autoridad administrativa. El Presidente de la República debe intervenir las actividades financiera, bursátil y aseguradora y "cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de recursos provenientes del ahorro de terceros, de acuerdo con la ley"[40], así como supervisar a las personas que realicen actividades financiera, bursátil y aseguradora y "cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público"[41].

En síntesis, de manera insistente la Constitución colombiana, en la construcción del sistema público de intervención del Estado en los mercados financieros, enfatiza la necesidad de proteger los recursos del público. En algunos casos los limita aún más cuando se refiere al ahorro del público. Estos preceptos constitucionales se desarrollan consecuentemente, en el inciso primero del artículo 1 de la Ley Marco del Mercado de Valores, según el cual el gobierno colombiano ejercerá la intervención en las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores, de acuerdo con los objetivos y criterios que allí se señalan.

Así, en las normas positivas es claro el objetivo auto-impuesto por el Estado colombiano de proteger los recursos captados del público y, aún más, el ahorro de terceros utilizado en el mercado de valores. ¿Es este el objetivo primordial de la intervención del Estado en estos mercados? Si esto es así, ¿por qué deben los Estados proteger el ahorro del público que se canaliza a través del mercado de valores?

Esta discusión es propia del mercado de crédito, porque se relaciona directamente con las actividades que desarrollan los intermediarios bancarios. La evidencia empírica de las crisis bancarias, una tras otra[42], ha dado lugar

40 Art. 189, num. 25 CP col.

41 Art. 189, num. 45 CP col.

42 Ver, entre otros muchos, KINDLEBERGER, CHARLES P. *Pánicos, manías y cracs: historia de las crisis financieras*, Ariel, España, 2012. Sobre la crisis sub-prime existe mucha literatura disponible. Un texto introductorio y de fácil entendimiento es PÉREZ SALAZAR, MAURICIO. "El origen del pánico de 2008: la crisis del mercado de crédito hipotecario en Estados Unidos", *Revista de Economía Institucional*, vol. 9, n.º 19, segundo semestre, 2007.

a la denominada "*financial safety net*"[43] o red de seguridad estatal, que comprende al banco central como prestamista de última instancia[44], el seguro de depósito[45], así como el regulador[46] y el supervisor[47]. Sin embargo, esta

43 Entre otros, ver SCHICH, SEBASTIAN. *Financial crisis: Financial insurance and related financial safety net aspects, financial marketing trends*, OECD, 2008. Disponible en http://www.oecd.org/daf/fin/financial-markets/41894959.pdf Última visita: 05/02/2018.

44 Sobre prestamista de última instancia se recomiendan los trabajos fundantes de BAGEHOT, WALTER. *Lombard Street* (1873), UK, Harriman House, 2010; GOODHART, CHARLES. *The evolution of central banks*, UK, MIT Press, 1988 (entre otros). Para una revisión de la literatura sobre prestamista de última instancia hasta antes de la crisis sub-prime, ver el completo trabajo de XAVIER FREIXAS, GIANNINI CURZIO, GLENN HOGGARTH y FAROUK SOUSSA. "Lender of last resort: A review of the literature", en *Financial crises, contagion, and the lender of last resort: A reader*, Oxford University Press, 2002.

45 Ver IADI. "Principios Básicos para Sistemas de Seguro de Depósitos Eficaces", marzo de 2016. En Colombia, el seguro de depósito está administrado por el FOGAFIN. Para mayor información ver: https://www.fogafin.gov.co/default En Perú está administrado por el Fondo de Seguro de Depósito (FSD). Para mayor información ver: http://www.fsd.org.pe/ En Chile, la Ley General de Bancos, en sus artículos 144 a 153, introduce la garantía estatal de los depósitos, la cual, en caso de ser ordenada la liquidación de un banco por parte de la Comisión para el Mercado Financiero, será pagada por el fisco a los depositantes.

46 Es usual que se tienda a asimilar a los supervisores con los reguladores. Sin embargo, son dos actividades diversas, y en algunos países son llevadas a cabo por autoridades diferentes. El regulador, tal como su nombre lo indica, tiene la autoridad constitucional o legal para proferir normas. Generalmente, el regulador por naturaleza es el Congreso de cada país. Así, de acuerdo con el marco constitucional establecido, el Congreso regula las actividades del mercado de valores. En Colombia lo hace a mediante una ley marco a la cual debe someterse el Gobierno, como regulador especial de las actividades financieras (incluidas en estas las que se desarrollan en el mercado de valores). En el momento de escribir este texto, la ley marco vigente en Colombia es la Ley 964 de 2005. De igual manera, el Congreso determina las competencias con que cuenta el Presidente de la República para supervisar los diversos mercados financieros, en ejercicio de su mandato constitucional. Así debe revisarse no solo la ley marco del mercado de valores, sino también el Decreto Ley 663 de 1993, Estatuto Orgánico del Sistema Financiero. De igual manera, comoquiera que el Presidente regula las actividades del mercado de valores, además de la ley marco es preciso revisar los decretos de intervención, los cuales están contenidos en el Decreto 2555 de 2010, Decreto Único. En Perú y Chile, sin que exista una estructura pública especial diseñada en la Constitución para la regulación y supervisión de las actividades que se desarrollan en los mercados financieros, como sucede en Colombia, el legislador ha proferido la Ley del Mercado de Valores de Chile (Ley 18.045) y la Ley del Mercado de Valores de Perú (Decreto Legislativo n.° 861). En Chile se introdujeron cambios institucionales importantes por la Ley 21.000, la cual establece la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) con amplias facultades regulatorias y de supervisión.

47 La supervisión se entiende como la capacidad de monitorear, mediante diversas técnicas de auditoría, el cumplimiento de las normas vigentes por parte de las instituciones fiscalizadas.

perspectiva de requerir una estructura pública de protección de la economía y de los depositantes no es, en principio, un acercamiento propio o necesario en los mercados de valores. No existe seguro de depósito para los inversionistas en los mercados de valores, ni tampoco prestamista de última instancia para sociedades emisoras, inversionistas o intermediarios bursátiles[48].

En esta orientación se encuentra el precepto constitucional peruano contenido en el capítulo de moneda y banca, según el cual: 1. El Estado debe garantizar y fomentar el ahorro; 2. Corresponde al Congreso, por medio de la ley, determinar tanto el modo y alcances de esa garantía como las obligaciones y límites de las empresas que reciben el ahorro del público; y, 3. La Superintendencia de Banca y Seguros (y, actualmente, Administradoras de Fondos de Pensiones) ejerce el control tanto de las empresas bancarias y de seguros como de las demás que reciben depósitos del público y/o tengan operaciones conexas con esta clase de actividades[49]. Así, el Estado peruano en su

Usualmente el supervisor no tiene capacidad de crear normas o modificar las existentes, a menos que sea autorizado expresamente por la legislación. Sí cuenta con capacidad normativa para desarrollar o implementar las existentes (proferidas por las autoridades regulatorias). Por eso se confunde su capacidad normativa con la autoridad del regulador de proferir normas nuevas o modificar las existentes. En todos los casos, los supervisores cuentan con capacidad sancionatoria para incentivar el cumplimiento de las reglas. Los estándares de supervisión bancaria del Comité de Basilea establecen a lo largo de sus 29 "principios" los poderes, herramientas y capacidades mínimas que todo supervisor bancario debe tener para poder ejercer su tarea de fiscalización de manera adecuada. De manera corriente, las leyes generales de bancos o cualquier clase de normatividad que contenga las funciones de las superintendencias o comisiones bancarias cumplen con estos estándares. Ver Comité de Basilea. *Principios Básicos para una supervisión bancaria eficaz*, 2012, disponible en: https://www.bis.org/publ/bcbs230_es.pdf Última visita: 05/02/2018. De igual manera, Comité de Basilea. *Metodología de los Principios Básicos*, 2006, disponible en: https://www.bis.org/publ/bcbs130.pdf Última visita: 05022018.

48 Debe aclararse que la crisis sub-prime cambió el paradigma establecido desde Thorton y Bagehot, consistente en que el prestamista de última instancia estaría destinado solo para los bancos comerciales y con las mejores garantías. Sin embargo, fue tan dura la crisis financiera en Estados Unidos que el sistema de la Reserva Federal tuvo que ajustar estos límites tradicionales para entidades (concediendo liquidez a instituciones no bancarias) como los requerimientos en la calidad de los activos que garantizaban sus préstamos de última instancia (aceptar activos tóxicos como garantía de préstamos). Ver, entre otros, HERR, RÜDIGER y PÉDUSEL, WU. "The Federal Reserve as a Lender of Last Resort during the subprime crisis: successful stabilización without structural changes", Working Paper, Institute for International Political Economy, Berlin, 2016, disponible en https://www.econstor.eu/bitstream/10419/130246/1/856705853.pdf Última visita: 05/02/2018. Esta transformación no existe a la fecha en las normas que regulan las actividades de los bancos centrales en la región.

49 Ver Constitución Política de Perú, tít. III, cap.V, art. 87. No debe perderse de vista el artículo

Constitución Política se auto impone este propósito de la intervención, relacionada con el ahorro y la captación de recursos del público[50]. Sin embargo, difiere del régimen colombiano en que no involucra el mercado de valores ni la superintendencia del ramo.

En efecto, cuando se revisa la Ley del Mercado de Valores de Perú, en particular, la finalidad de la intervención del Estado en el mismo, no se encuentra referencia alguna a la protección del ahorro del público o de los recursos captados a través de valores. De acuerdo con el artículo 1.° de la misma, su finalidad es promover el desarrollo ordenado y la transparencia del mercado de valores, así como la adecuada protección del inversionista. Nótese que primero se presenta como prioritario el mercado y luego el inversionista. Así, este ordenamiento acoge parcialmente y en desorden los objetivos generales establecidos en las reglas de IOSCO antes comentados, sin incluir la reducción del riesgo sistémico. Suponiendo, en aras de la discusión, que las reglas de IOSCO fueran suficientes *per se* para explicar por qué la intervención del Estado debe orientarse a lograr los objetivos generales que se proponen por esa institución, la intervención del Estado en el mercado de valores peruano orienta la intervención estatal basada en dos conceptos fundamentales: transparencia y protección del inversionista. ¿Por qué no se incluye que los mercados sean justos y eficientes? ¿Basta con la transparencia?

De igual manera, cuando se revisa el concepto de valores mobiliarios, consagrado en el artículo 3 de la ley, no se resalta en el mismo el hecho de la captación de recursos del público como característica de la intervención del Estado, como sucede en el ordenamiento colombiano, sino su naturaleza masiva, de libre negociación, y el que conceden a sus titulares ciertos derechos.

El caso de la Constitución Política chilena es bien interesante. Parte de reconocer que el Estado chileno está al servicio de la persona humana y su finalidad es promover el bien común[51]. Para ello debe crear las condiciones sociales que permitan a cada uno su mayor realización espiritual y material posible[52].

---

1 CP de Perú, que señala que el fin supremo de la sociedad y del Estado peruano es la defensa de la persona humana y de su dignidad. En igual sentido, el artículo 43 define la República de Perú como democrática, social, independiente y soberana. Por eso, en múltiples normas constitucionales el Estado peruano debe intervenir, como en nuestro caso, para proteger el ahorro y la captación de dineros del público.

50 Estos son conceptos distintos. Ver la argumentación más adelante en esta misma sub-sección.

51 Art. 1 CP de Chile.

52 Art. 1 CP de Chile.

Sin embargo, entre otros aspectos, si no en todos, en el ámbito económico la intervención del Estado tiende a interpretarse como subsidiaria; es decir, el Estado, a través de un banco central fuerte y creíble, interviene en la economía creando condiciones macroeconómicas estables para que los particulares desarrollen actividades privadas. Pero corresponde a los privados satisfacer las propias. El Estado, por ejemplo, actuará subsidiariamente cuando los privados impidan el desarrollo de actividades económicas bajo reglas de mercado (intervendrá para proteger la libre competencia); protegerá al consumidor (a través del SERNAC, que cuenta con unas funciones muy acotadas); y, cuando los particulares no atienden los mercados, implementará específicas políticas públicas (entre otras, para apoyar a los emprendedores y micro empresarios). Este es un principio transversal muy importante para entender el marco normativo de este país. No existe un especial énfasis en la protección del ahorro del público, ni una estructura constitucional específica de intervención de los mercados financieros, como en el caso colombiano, o como en el bancario y de seguros de Perú. Es evidente, a lo largo de la Carta Política chilena, el principio de legalidad, según el cual corresponde a la ley desarrollar los preceptos constitucionales. Entonces, la función de intervención y el diseño de la institucionalidad correspondiente es tarea del Congreso.

La Ley del Mercado de Valores de Chile[53] no determina específicamente cuáles son los objetivos de la intervención del Estado en dicho mercado. En el título I de ese ordenamiento simplemente se señala el ámbito de aplicación de la norma (las instituciones a las que aplica su contenido)[54], se introducen unas definiciones técnicas[55], se determina la competencia de la autoridad de supervisión[56] y se define el concepto de valor, básicamente, fundado en la característica de su fácil transferibilidad o en su naturaleza general de ser título de crédito o de inversión[57]. En ningún caso la ley del mercado de valores restringe la intervención del Estado chileno a la protección de los recursos captados del público o a la defensa del ahorro.

---

53 Ley del Mercado de Valores (Ley 18045 de 1981)

54 Ley del Mercado de Valores (Ley 18045 de 1981), tít. 1, artículo 1.

55 Ley del Mercado de Valores (Ley 18045 de 1981), tít. 1, art. 4.° bis.

56 En su momento la Superintendencia de Valores y Seguros. Ley del Mercado de Valores (Ley 18045 de 1981), tít. 1, art. 2. Hoy debe entenderse que la regulación y supervisión del mercado de valores chileno está en cabeza de la Comisión para el Mercado Financiero. Ver Ley 21.000, entre otros, arts. 1, 3 y 5.

57 Ley del Mercado de Valores (Ley 18045 de 1981), tít. 1, art. 3.

Un aporte interesante para este análisis está presente en la Ley 21.000 que crea la Comisión para el Mercado Financiero. Si bien no determina el propósito general de la intervención del Estado en estos mercados, sí establece los objetivos de la nueva institución que tiene la doble capacidad de regulación y fiscalización de todos los mercados financieros, incluido, por supuesto, el de valores: le corresponde a esta entidad pública "velar por el correcto funcionamiento, desarrollo y estabilidad del mercado financiero, facilitando la participación de los agentes del mercado y promoviendo el cuidado de la fe pública. Para ello deberá mantener una visión general y sistémica del mercado, considerando los intereses de los inversionistas y asegurados"[58]. Entonces, el énfasis de esta intervención gira en torno al mercado. Es su prioridad.

De la anterior revisión podemos concluir que definir la intervención del Estado en los mercados de valores a partir de la protección de ahorro del público y/o de los recursos captados del público es una tendencia propia de la cultura jurídica colombiana. Este es un concepto que no es necesario. Y además es errado, no solo porque tiene un tufillo a la "vieja escuela" del mercado de crédito[59], sino porque existen una cantidad de actividades[60] e instituciones fundamentales en el mercado de valores que no se relacionan directamente

58 Ley 21.000, art. 1.

59 La normatividad relacionada con la intervención del Estado en Colombia en la década de 1980 estuvo influenciada por una perspectiva bancaria. En el mercado de crédito, dada la intermediación propia de los bancos, captan a la vista para prestar a plazo, naturalmente se entiende que la protección de los recursos captados por medio de cuentas corrientes o de ahorro es un asunto fundamental. El concepto de ahorro, que es un segmento aún más acotado que aquel relacionado con la simple captación de recursos, era considerado el elemento fundamental por proteger por parte del Estado. Nótese que del análisis del comportamiento de los consumidores depositantes realizado en las últimas décadas se evidencia que muy poco se destina al ahorro en cuentas de ahorro y corrientes. La ausencia de pago de intereses en cualquiera de estas dos formas de captación, los bajos ingresos del promedio de la población, así como la poca cultura de ahorro existente, han transformado esas operaciones de captación en servicios bancarios de custodia de los recursos del consumidor asociados con un eficaz manejo de liquidez a través de tarjetas de débito, transferencias electrónicas y bancamóvil. El antiguo criterio de protección del ahorro ha perdido su sentido, aun en el sistema bancario actual.

60 Listadas, por ejemplo, en Colombia en la Ley 964 de 2005, artículo 3; en la Ley del Mercado de Valores de Perú, si bien no se señalan expresamente las actividades que son propias del mercado de valores, los artículos 3, 4 y 6 se refieren específicamente a algunas de estas, así como cada título se enfocará en las principales. La Ley del Mercado de Valores de Chile desarrolla la regulación por actividades e instituciones a lo largo de sus títulos, sin que exista un artículo específico que defina qué operaciones comprende el mercado de valores.

con el ahorro ni con la captación de recursos del público. He aquí algunos ejemplos ilustrativos.

La primera de ellas es la intermediación. La misma la podemos definir de manera simple como la operación consistente en llevar a cabo órdenes de venta o de adquisición de valores, por cuenta de terceros. Estas órdenes no necesariamente se relacionan en todos los casos con ahorro del público. Ni tampoco con recursos captados del público. El intermediario recibe una comisión por el hecho de enajenar o adquirir valores en un sistema de negociación. El valor de adquisición o venta lo recibe o entrega el vendedor o adquirente, según el caso. En tal sentido, el intermediario no maneja, aprovecha o invierte recursos del público.

La segunda, las operaciones con posición propia (Colombia[61]) o por cuenta propia (Perú[62] y Chile[63]). En las mismas, las sociedades agentes de bolsa (Perú[64]), comisionistas (Colombia[65]) o corredores (Chile[66]) adquieren valores con sus propios recursos, son titulares de los mismos y los enajenan. En estas operaciones no hay captación de ahorro ni de recursos de terceros. Es posible que se argumente que el subyacente de esta operación, es decir, los valores que se adquieren o enajenan, represente *per se* una operación de captación de ahorro o de recursos del público y, en tal sentido, las operaciones con posición propia o por cuenta propia suponen (indirectamente) una captación de las antedichas. No compartimos este criterio, en todos los casos[67].

Tercero, las actividades de especulación. Quien utiliza su ahorro, en particular un inversionista no calificado, para realizar actividades especulativas está expuesto a todos los riesgos posibles. Además, no cuenta con una protección especial del Estado para protegerlo de las pérdidas en que pueda incurrir por razón de las circunstancias propias del mercado. Las mismas han debido ser

61 Ley 45 de 1990, art. 7, let. b, en concordancia con el Decreto 2555 de 2010, parte II, libro 9, tít. 2, cap. 1, art. 2.9.2.1.1.

62 Ley del Mercado de Valores de Perú, art. 194, let. a.

63 Ley del Mercado de Valores de Chile, art. 24.

64 Ley del Mercado de Valores de Perú, arts. 185 ss. También están las sociedades intermediarias de valores, que no operan en bolsas, pero que pueden realizar operaciones por cuenta propia (art. 207, lit. c), así como los agentes de intermediación, los cuales también realizan operaciones por cuenta propia (art. 117, lit. d).

65 Decreto 2555 de 2010, parte II, libro 9.

66 Ley del Mercado de Valores de Chile, tít. VI.

67 La argumentación con la que fundamentamos esta posición la presentaremos más adelante.

suficientemente informadas en un mercado competitivo y transparente, de acuerdo con las buenas prácticas bursátiles y la normatividad privada y pública vigente. Por ello, los mercados de valores no son el lugar apropiado para que inversionistas no calificados (un ciudadano común en cualquiera de los países de la región) inviertan directamente sus recursos de ahorro, ni mucho menos sus recursos no superavitarios. No son su espacio natural en los países latinoamericanos.

De igual manera, la gran mayoría de los mercados de valores de la región son intermediados. En tal sentido, los inversionistas no calificados pueden acudir a intermediarios expertos, autorizados por los Estados, a través de los supervisores en cada país, para ofrecer servicios financieros tales como el diseño y ofrecimiento de diversos portafolios. Estas operaciones, que se presentan, por ejemplo, en la forma de fondos privados de inversión, suponen una captación de recursos del público para realizar operaciones de adquisición y enajenación de valores. Así, desde el punto de vista de los inversionistas, y para esta clase de operaciones, tiene sentido hablar de protección de los recursos de captación. ¿Pero deben destinarse estos recursos a la especulación bursátil? ¿Entiende el ciudadano de a pie las consecuencias de esta clase de operaciones? ¿Debe el proveedor de esta clase de servicios ofrecer productos que expongan a sus clientes, consumidores no formados suficientemente, a riesgos excesivos, cuyas consecuencias no son deseadas ni deseables?

Hay unas actividades bursátiles (no son todas) que se relacionan directamente con un tipo de ahorro muy especial: la administración de fondos de pensiones (obligatorios y voluntarios). El ahorro obligatorio, de largo plazo, es impuesto por el Estado a todos los empleados y empleadores[68]. Y es altamente intervenido por el Estado[69]. Entonces, al respecto se interceptan dos tipos de políticas regulatorias: las relacionadas con el bienestar pensional de la población, las cuales se introducen a través de normas que establecen los sistemas de seguridad social y aquellas que tienen a proteger el mercado de valores y al inversionista, como se han comentado en este documento. Estos dos sistemas normativos no son antitéticos, pero necesitan adecuarse en sus propósitos.

Entonces, no es acertado afirmar que la intervención del Estado en los mercados de valores se justifica para proteger el ahorro (pensional obligatorio) porque tal intervención viene orientada con mucha fortaleza desde los principios constitucionales de la seguridad social. De hecho, muchos mecanismos de intervención del Estado en las AFP limitan su actividad privada. Por ejemplo, se les establece el alcance y desarrollo de su objeto social, se les impone límites de inversión, se les somete a sistemas de administración de riesgos o de diseño de portafolios, siendo incluso algunos de estos mecanismos impuestos, en su estructura básica, por el Estado a través de la regulación. Así, si bien las AFP actúan en los mercados de valores como inversionistas, son, en todo caso, especiales. No representan a un actor común del mercado de valores. El concepto de especulación libre es ajeno a su naturaleza.

No obstante que la administración del ahorro pensional voluntario no está sujeta a tantas restricciones como en el caso del obligatorio[70], en todo caso es un segmento de un sistema más amplio, conocido como mercado de valores. Justificar la intervención del Estado en dicho mercado con base en la protección del ahorro pensional privado no es suficiente, pues explicaría la intervención de un todo mucho más amplio solo para custodiar un segmento especial y no representativo de ese todo. Igual argumento puede aplicarse del segmento de ahorro que contienen ciertas pólizas de seguro, en las cuales determinado porcentaje de las primas se destina a la adquisición de valores. En todo caso,

68 En el caso de Chile, a la fecha, solo a los empleados. Durante los años 2015-2017 existió en este país, en donde se creó e implementó el modelo de ahorro pensional obligatorio administrado por instituciones privadas autorizadas y fiscalizadas por el Estado (las administradoras de fondos de pensiones, AFP), una fuerte tensión social. El movimiento "No más AFPs" ha logrado generar un capital político importante a través de manifestaciones masivas y expresión colectiva de descontento, por el actual sistema que, a la hora de la verdad, esto es, la de entregar las pensiones a sus afiliados, ha decepcionado por los montos mínimos mensuales que recibe la mayoría de la población, ya senil y abocada a la pobreza. Se estudia una reforma al sistema, la cual se discutirá bajo el segundo gobierno de Sebastián Piñera. Es de esperarse que los empleadores también contribuyan al sistema, se regule de manera estricta el régimen de las comisiones, se introduzcan sistemas de solidaridad entre los aportes generales de los afiliados e inevitablemente se aumente la edad requerida para comenzar a percibir la pensión (para aumentar los recursos ahorrados y con ello atender los años que ha aumentado la expectativa de vida de la población). Entonces, ya no se hablará de personas de la tercera sino de la cuarta edad.

69 A través de normas especiales que crean el sistema pensional o de seguridad social, tales como la Ley 100 de 1993 en Colombia. Los proveedores de estos servicios financieros están sujetos en todos los países a la fiscalización estatal a través de las superintendencias del ramo (Superintendencia de Pensiones de Chile: ver https://www.spensiones.cl/portal/institucional/578/w3-channel.html; Superintendencia de Banca, Seguros y AFP de Perú: ver http://www.sbs.gob.pe; Superintendencia Financiera de Colombia: ver https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/index.jsf).

70 En el cual el Estado tiene que resguardarse del riesgo moral creado por la imposición misma del sistema a los ciudadanos empleados, y de la existencia incentivada, autorizada y fiscalizada de un oligopolio, el de las AFP. Debe regular, fiscalizar y mejorar el sistema para no ser víctima de su propio invento.

esta clase de ahorro canalizado a través de contratos de seguro, cuya liquidez se destina al mercado de valores, está protegido con normas que alejan su administración del concepto de especulación.

Existen otra clase de servicios financieros de administración de portafolios de inversión que se relacionan con la captación de recursos del público. A medida que los mercados de valores se hacen más profundos, este segmento podría llegar a ser representativo en relación con la actividad económica, además de la desarrollada en el mercado de valores. Entonces, sería admisible el argumento según el cual la intervención estatal tiene como propósito fundamental proteger esta clase de recursos. Sin embargo, en la región, el uso de esta clase de instrumentos financieros es muy bajo. Por ejemplo, de acuerdo con un estudio de BlackRock[71], en Chile, en 2017, en la asignación de activos de los inversionistas chilenos el 55% se conservó en efectivo, el 16% en propiedades, el 14% en productos de seguro de vida, el 6% en renta variable, el 3% en fondos multiactivos y el 1% en bonos. En Colombia, de acuerdo con un estudio de la ANIF, en 2016, la utilización de los fondos de inversión colectiva durante el período 2009-2016 ha sido muy baja, representando el 7,3% del PIB[72].

Así, fundamentar la intervención del Estado en la protección de los recursos captados del público mediante estos mecanismos resulta un objetivo muy pequeño frente a la amplitud del sistema que compone el mercado de valores y la cantidad de operaciones diversas que se realizan o podrían desarrollarse, diferentes de las de administración de fondos de inversión. Siendo un segmento en desarrollo, vale la pena hacer seguimiento en próximas investigaciones respecto de los rendimientos obtenidos por los mismos en la región: si estos devienen de operaciones especulativas realizadas usando productos derivados o de otra naturaleza.

Cuarto, las operaciones de cobertura. Es preciso detenerse a considerar si las operaciones de cobertura de riesgos a través de productos derivados constituyen captación de recursos. Estas actividades *per se* no lo son, comoquiera que se pactan precisamente para proteger el valor de los activos que componen determinado portafolio. En caso de un cambio en el valor del subyacente, o del precio pactado de compra o venta del mismo, por ejemplo, opera la cobertura

---

71 Para mayor información ver: https://www.blackrock.com/cl/vision-de-mercado/investor-pulse/portafolios-chilenos Última visita: 07/02/2018.

72 ANIF - Fondos de Inversión Colectiva en Colombia. "Evolución y oportunidades", agosto de 2016, disponible en: http://www.anif.co/sites/default/files/investigaciones/anif-asofiduciariaso816.pdf Última visita: 07/02/2018.

(opción, futuro, forward o swap, según el caso). Otra cosa es que puedan presentarse situaciones en las cuales la administradora utilice recursos del fondo para pagar comisiones o gastos de administración de tales coberturas[73].

Quinto, igual característica puede predicarse de las operaciones repo, simultáneas, de intercambio de valores y de transferencia temporal de valores: no existe captación directa de recursos del público.

Sexto, el depósito, custodia y administración de valores es una operación típica de todo mercado de valores organizado[74]. La relación contractual existente entre el intermediario bursátil y el depósito de valores, o entre la sociedad emisora de los valores y el depósito, no configura de ninguna manera una captación de recursos del ahorro o del público en general. Igual conclusión se obtiene al revisar las operaciones de administración de sistemas de negociación o de registro de valores, futuros, opciones y demás derivados, las que realizan las cámaras centrales de riesgo de contraparte, los sistemas de compensación y liquidación de valores, la calificación o clasificación de riesgos, el suministro de información al mercado, ciertas actividades realizadas por la denominada banca de inversión así como la autorregulación.

Todas las anteriores son operaciones fundamentales en cualquier mercado de valores organizado. Son altamente reguladas por los Estados y no suponen captación directa de recursos generales del público o, en ningún momento, manejo del ahorro del público. A menos que se entienda que se relacionan indirectamente con la captación de tales recursos, porque en la gran mayoría de estas actividades subyacen valores.

¿Suponen todos los valores captación de recursos del público o del ahorro público? No necesariamente. Veamos el caso de las acciones ordinarias o activos de renta variable. Es preciso analizar este tema desde dos perspectivas: la del mercado primario y la del secundario.

En el mercado primario, una sociedad anónima realiza una oferta pública de acciones en el mercado e inversionistas interesados las adquieren. La persona jurídica recibe los recursos de los inversionistas y, en tal sentido, se

---

73 En la normatividad chilena se determina que en el caso de los fondos de pensiones obligatorios estos costos deben ser pagados directamente por la administradora con sus propios recursos. Ver Superintendencia de Pensiones. Compendio de Pensiones, Libro IV, Título I, Letra A, Capítulo III, Operaciones con Instrumentos Derivados.

74 En Colombia estas actividades las realiza Deceval (BVC) (ver: https://www.deceval.com.co/portal/page/portal/Home#), en Perú, el CAVALI (ver: http://www.cavali.com.pe) y en Chile, el DCV (ver: https://www.dcv.cl/es/).

entendería que capta recursos del público. Pero hay una contraprestación, la emisión de acciones. El inversionista, sea este una AFP, una aseguradora, un fondo de inversión o un ciudadano, tiene un activo financiero que le otorga unos derechos políticos y económicos sobre la sociedad emisora, que son fácilmente transferibles. Existe un registro que lo reconoce como titular de tales derechos frente a la sociedad y terceros. Al mismo tiempo, los recursos proveídos por los inversionistas hacen ahora parte del capital social, del patrimonio de la persona jurídica. No del inversionista. En general, un accionista no podría exigir que le devuelvan los recursos captados por el emisor[75].

De igual manera, si su inversión es de largo plazo y la sociedad subsiste en el momento de su pensión o muerte, siendo este el caso de un inversionista persona natural, nunca se dio la circunstancia de la liquidación de la sociedad emisora. Por eso, este inversionista no recibirá la devolución de su aporte si, una vez pagados todos los demás acreedores, queda algo para entregar a los accionistas titulares de acciones ordinarias. Así, la adquisición de acciones en el mercado primario no es comparable con la captación de recursos vía cuentas bancarias a la vista o a plazo, en el mercado de crédito. En el caso de las acciones, aun en el caso de una liquidación, el accionista se expone a no recibir nada si los activos de la sociedad solo alcanzan para pagar a los demás acreedores. Esto es impensable en el caso de los recursos de ahorro o los dineros captados por los bancos.

Así, en el mercado primario de renta variable no existe captación de recursos del público tal como se entiende en el mercado de crédito. Veamos el caso del mercado secundario. Cuando un accionista decide enajenar sus acciones a terceros, vía el mercado de valores, los recursos producto de la venta los recibe él, no la sociedad emisora. En este caso no debe considerarse que quien da una orden de venta está captando recursos del público porque se trata, precisamente de la contraprestación por la celebración de un contrato de transferencia de acciones. El adquirente adquirirá la calidad de accionista y, por lo mismo, podrá ejercer sus derechos políticos y económicos una vez sea inscrito en el registro de accionistas. A medida que se realizan operaciones en el mercado secundario, este concepto de captación originada en el mercado primario, en caso de aceptarse

75 Salvo en circunstancias excepcionales que configuran el derecho de retiro en las normas aplicables a las sociedades anónimas. De igual manera, es importante resaltar que el valor (*cash*) que recibirá el accionista que ha ejercicio su derecho dependerá de cómo se establezca en cada normatividad. En algunos casos será el valor en libros o el valor de mercado, calculado con base en ciertos criterios normativos (residualmente serán criterios contractuales).

en gracia de discusión que existe, se iría desvaneciendo. Es claro que el valor de la acción dependerá de diversos aspectos endógenos y exógenos a la sociedad emisora, no solo de lo bien que administren los directores o miembros de junta directiva los aportes de los accionistas que ahora conforman el patrimonio de la sociedad anónima. Así, tratándose de activos de renta variable, el criterio general usado para definir cuándo existe captación (manejo, aprovechamiento e inversión de recursos del público) no es aplicable tanto tratándose de la emisión en el mercado primario como en las transacciones realizadas en el secundario.

¿Supone la emisión y transacción de valores de renta fija captación de ahorro y/o recursos del público? No en todos los casos. Cuando una sociedad emite bonos ordinarios se compromete a devolver el principal más los intereses pactados al titular del valor. En tal sentido, estos valores son típicos documentos de deuda y se asimilan a los depósitos a plazos bancarios[76]. ¿La recepción de los dineros del inversionista por parte de la sociedad emisora configura captación de recursos del ahorro y/o dineros del público?

Captación de ahorro y captación del dinero del público son dos conceptos distintos. El primero es una especie del segundo y, por lo mismo, comparte unas características básicas. La primera, son actividades negociales constantes; por ello, tienden a ser típicamente mercantiles, en la medida que se realizan de manera cotidiana y profesional por alguien; no son actividades esporádicas. La segunda, son actividades que los Estados consideran especiales y, por lo mismo, requieren de autorización para ser ofrecidas al público en general. La tercera, la especialidad radica en que los dineros se devolverán (cuando termine el plazo del depósito o llegue el vencimiento del bono ordinario) con unos intereses o rendimientos. La cuarta, se ofrecen al público en general, como cualquier otro negocio mercantil: terceros pueden acceder al bien o servicio sin restricción.

En cuanto a sus diferencias, el concepto de captación de recursos del público es más general que el de captación de ahorro del público. Y tiene diversas connotaciones. Captar no es simplemente recibir dineros del público, cualquiera que sea la razón para ello. Si fuera así, se podría decir que quienes se dedican a la venta masiva de bienes (las grandes superficies como Falabella, p. ej.) reciben dineros del público como contraprestación por los bienes adquiridos

76 En Colombia, por ejemplo, se emiten certificados de depósito a término cada vez que se realizan esta clase de depósitos a plazo. Estos documentos son títulos valores nominativos, de libre circulación e irredimibles antes de su vencimiento (de acuerdo con la normatividad general mercantil, esto es, el artículo 1394 C.Co. y la Resolución 10 de 1980 de la Junta Monetaria); y, a la vez, son valores, de acuerdo con el artículo 2, letra g, de la Ley del Mercado de Valores.

por sus clientes (el público en general). Y en tal sentido "captarían" recursos de terceros. Así, quien vende comida en un restaurante recibe dineros del público. Si bien ambas actividades se relacionan con dineros del público, no en ambas se captan. ¿Por qué? Porque el concepto de captación, en particular en el contexto bancario, supone que quien recepta dineros del público sin que exista una contraprestación consistente en la entrega de un bien (compraventa) o servicio (consumo) los destina a algo distinto y especial: a una actividad que, siendo privada, es exclusiva: solo puede ser desarrollada por aquellas personas autorizadas para ello por el Estado. Se trata de la intermediación bancaria. Se captan esos recursos para realizar operaciones de colocación. Así, se insiste, en el contexto del mercado de crédito, el concepto de captación siempre va ligado a la actividad a la cual se destinan los recursos recibidos de terceros: otorgar préstamos. No todas las personas están autorizadas para desarrollar esta clase de actividades privadas.

En el contexto del mercado de valores se reciben dineros de terceros cuando se emiten bonos. Pero de ordinario, estos recursos no se destinan a la intermediación bancaria. ¿Por qué se entiende entonces que hay captación? El criterio es, entonces, distinto. Una sociedad anónima emisora usualmente emite bonos ordinarios para desarrollar su objeto social, para ampliar sus redes, estructurar sus pasivos, etc. Tiene diversos propósitos alejados de la intermediación. Si se entiende que los bonos ordinarios son títulos de deuda, el público, en general, y cada adquirente, en particular, le ha "otorgado un crédito" a esta sociedad emisora. Por lo mismo, se obliga a pagar el principal más los rendimientos, en la forma y porcentaje que se señale en el prospecto de emisión. Cosa que no sucede en el caso de las acciones, como se indicó anteriormente.

A cambio de los dineros, la sociedad emisora entregó un activo financiero. Un bien. Un bono ordinario. El cual el titular podrá conservar o negociar en el mercado secundario. Su valor de mercado podrá aumentar o disminuir durante la madurez del mismo. Podrá darlo en garantía, en usufructo, podrá circular con base en operaciones de liquidez o especulación. Estamos entonces frente a hechos distintos de lo que puede suceder frente a alguien que entrega dineros en un banco o en un "esquema Ponzi" (ilegal). El titular de un depósito bancario no tiene a su disposición las múltiples operaciones que sí tiene el titular de un bono ordinario emitido y negociado en un mercado de valores organizado.

Por estas razones argumentamos que el concepto de captación de recursos del público vía emisión de bonos ordinarios es extraño al mercado de valores. Y, por lo mismo, justificar la intervención del Estado en la defensa de los recursos captados del público vía mercado de valores no es una explicación suficiente.

Por su parte, la captación de ahorro supone que los dineros entregados por los clientes no se van a consumir en el corto plazo. A diferencia de las cuentas a la vista, en las cuales el dinero del depositante está disponible todo el tiempo, el dinero destinado al ahorro se va a conservar para necesidades futuras. Así, el concepto de ahorro al menos comparte dos características: tiene un propósito (para una destinación futura) y una temporalidad (no es a la vista, supone un período, así sea corto de tiempo, en el cual no se va a utilizar este dinero). ¿Suponen los depósitos a término y los bonos ordinarios ahorro del público? Sí. Se diferencian en la calidad del emisor.

En el caso de los depósitos a plazo, el emisor usualmente es una entidad bancaria, mientras que en los bonos es una sociedad mercantil. Dada la red de seguridad estatal aplicada a los bancos, el ahorro está "más seguro" en un banco que en un emisor que recibe ahorro a través de bonos ordinarios en el mercado de valores. Por ello, es más propio de la figura del ahorro entregar dineros en depósito a plazo y no en bonos ordinarios. Cuando esos recursos se canalizan en el mercado de valores a través de bonos ordinarios no tienen ninguna clase de garantía estatal. Por ello se prefiere la expresión inversionista (quien sabe lo que arriesga) por sobre la de ahorrador (quien es protegido por el Estado) cuando se habla del adquirente de bonos.

Por lo mismo, es aún más extraño al mercado de valores justificar la intervención del Estado en la defensa del ahorro del público canalizado a través de la emisión de bonos ordinarios en un mercado organizado.

1.2.3. LA TERCERA CONFUSIÓN CONCEPTUAL: ¿SON DE INTERÉS PÚBLICO LAS ACTIVIDADES QUE SE DESARROLLAN EN EL MERCADO DE VALORES (ORGANIZADO O MOSTRADOR)?

La Constitución Política colombiana se refiere en su artículo 335 a las actividades financieras, bursátiles y aseguradoras[77], no a las instituciones o personas que diseñan, estructuran, ofrecen, intermedian o consumen esta clase de operaciones. Por ello tiene un acercamiento operacional cuando regula el sector financiero. De igual manera, utiliza la imprecisa expresión "actividades bursátiles". Al respecto es importante aclarar que el concepto de mercado de

77 Ver art. 335 CP. De igual manera, art. 150, num. 19, lit. d, y art. 189, nums. 25 (intervención regulatoria) y 24 (supervisión) CP.

valores es más amplio que el de actividades bursátiles, las cuales, en estricto rigor, se relacionan con aquellas realizadas en las bolsas, sean estas de valores, de productos o de futuros.

Los mercados de valores, en cambio, comprenden operaciones adicionales como las actividades de negociación de valores que se realizan fuera de las bolsas, las denominadas OTC, o incluso algunas como la calificación y clasificación de riesgos o las realizadas por la banca de inversión (estructuración de emisiones de valores, asesorías en fusiones, adquisiciones, escisiones, transformaciones, etc.) que no requieren del uso de las infraestructuras propias de los mercados de valores organizados (sistemas de negociación de las bolsas, sistemas de liquidación y compensación de valores, sistemas de pago de alto valor, custodios y depósitos de valores así como cámaras centrales de riesgo de contraparte).

En todo caso, la Carta Política define a todas esas actividades desarrolladas en el mercado de valores (incluyendo las bursátiles) como de interés público[78]. Este es un concepto jurídico indeterminado, respecto del cual la Corte Constitucional colombiana ha tratado de establecer su alcance en diversas sentencias[79]. Para efectos de este capítulo reseñaremos de manera simple dos vertientes de interpretación de la Corte respecto del mismo. La primera, que consideramos compleja y totalmente innecesaria. La segunda, por el contrario, es una corriente de interpretación muy importante, necesaria e innovadora.

La primera vertiente de pensamiento de la Corte en relación con el concepto de interés público ha sido desconcertante y errada: lo ha asimilado al de servicio público, al menos en lo que tiene que ver con la actividad bancaria. Y llevó la discusión a un verdadero escenario innecesario y confuso. Sería un

---

78 El artículo 335 CP señala que las actividades financieras, bursátiles y aseguradoras son de interés público, al igual que todas aquellas relacionadas con el manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público. ¿Qué es el interés público? ¿Es necesario definirlas así? Para un análisis de por qué estas actividades bancarias no son servicio público, ver LÓPEZ ROCA, LUIS FERNANDO. *El principio de la igualdad en la actividad financiera*, Bogotá, Universidad Externado de Colombia, 2012, parte primera, secc. 4, "El servicio público y la actividad de interés público", pp. 127-253. El autor de este capítulo sostiene que las actividades desarrolladas en los mercados financieros no son ni de interés público ni servicios públicos. Son actividades privadas intervenidas.

79 Ver, entre otras, la sentencia C-860 de 2006 (en adelante, C-860), exp. D-6235, M.P.: Humberto Sierra Porto, 18 de octubre de 2006. De igual manera, sentencias C-640 de 2010, C-232 de 1997, SU-166 de 1999, SU-157 de 1999, C-936 de 2003, T-763 de 2005, T-517 de 2006, T-416 de 2007, C-692 de 2007, T-268 de 2008, C-409 de 2009, T-386 de 2012, T-136 de 2013, T-245 de 2014.

despropósito afirmar que las actividades bursátiles son servicios públicos. Afortunadamente, ese alto tribunal no ha incurrido en semejante error[80].

Para la Corte, el interés público en el correcto funcionamiento de los mercados financieros es innegable[81]. Ello se explica "no solo porque tales entidades manejan, aprovechan e invierten vastos recursos captados del público, sino [por]que a diferencia de otras actividades que disponen igualmente de elevadas sumas de dinero, 'dependen para su correcto funcionamiento de un voto colectivo, permanente y tácito de confianza, cuyo quebrantamiento puede generar consecuencias catastróficas para la economía de un país'"[82].

Sin embargo, al tratar de explicar por qué las actividades desarrolladas en los mercados de valores son de interés público se ha concentrado en determinar en qué se concreta dicho carácter, más que en señalar con precisión por qué comparten tal interés o en qué consiste el mismo.

Para la Corte, las actividades del mercado de valores son de interés público debido a:

1. La inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia, "la cual debe intervenir para mantener el mercado bursátil debidamente organizado, velar porque quienes participan en él desarrollen su actividad en condiciones de igualdad, transparencia y no se ponga en peligro ni se lesione el interés público y específicamente el interés de los inversionistas"[83]. Debe hacerlo también en tales actividades "dada su influencia en la economía nacional y como quiera que comporta la captación de recursos del público"[84].

2. Que el ejercicio de la actividad es reglado, "como quiera que la legislación y la inspección gubernamental determinan cuáles transacciones deben llevarse a cabo obligatoriamente a través de bolsas de valores, qué montos y cómo deberá efectuarse cada transacción"[85].

---

80 Ver, entre otras, la sentencia C-860 de 2006, (en adelante, C-860), exp. D-6235, M.P.: Humberto Sierra Porto, 18 de octubre de 2006.

81 Sentencia T-136 de 2013, exp. T-3.686.439, M.P.: Jorge Iván Palacio Palacio, 13 de marzo de 2013.

82 Sentencia C-640 de 2012, exp. OG-139, M.P.: María Victoria Calle Correa, 22 de agosto de 2012.

83 Sentencia SU-166 de 1999, exp. T-155.044, M.P.: Alejandro Martínez Caballero, 17 de marzo de 1999.

84 Sentencia C-692 de 2007, exp. D-6572, M.P.: Rodrigo Escobar Gil, 5 de septiembre de 2007.

85 Sentencia SU-166 de 1999, exp. T-155.044, M.P.: Alejandro Martínez Caballero, 17 de marzo de 1999.

3. Que se trata de una actividad sometida a una autorización gubernamental previa[86].

4. Que el Estado ha intervenido en esta actividad de manera especial "para prevenir conductas delictivas, tales como el lavado de activos y la utilización de esta labor para fines diferentes al interés público"[87].

5. Que la actividad bursátil "es una de aquellas en que se manifiesta la potestad administrativa sancionatoria"[88].

Como de observa, la Corte se detiene en las consecuencias de la categorización de las actividades del mercado de valores como de "interés público", sin explicar suficientemente la causa misma de dicha categorización, esto es, el concepto de interés público. Por ello se considera que este camino explicativo no ayuda a su esclarecimiento.

La segunda corriente de pensamiento de la Corte Constitucional ha dado ciertas luces respecto del entendimiento del concepto de interés público predicable de las actividades financieras, incluidas las desarrolladas en el mercado de valores. Ciertamente no es fácil determinar qué significa que las actividades propias de estos mercados sean de interés público, así como las actividades de las aseguradoras. Quizás por razón del tamaño de sus actividades de captación y colocación y las implicaciones derivadas de las crisis bancarias, las actividades del mercado de crédito tienden a relacionarse con el interés público entendido como interés general. Sin embargo, parece existir consenso en que "interés público" es un concepto indeterminado y, como tal, puede ser definido de múltiples maneras, así como ser usado para justificar diversos propósitos.

Sin embargo, la Corte ha resaltado de manera reiterada que, tratándose de la regulación constitucional de las materias económicas, "[e]l intérprete constitucional ha entendido la cláusula de Estado social de derecho como la llave maestra del orden constitucional económico y así lo ha dado a entender desde sus primeras decisiones"[89]. Por ello, la regulación del régimen económico no debe interpretarse de manera aislada, "sino que es menester tener en cuenta los principios rectores del Estado colombiano y los valores consagrados en el Preámbulo y en el Título I, y por otra parte los derechos fundamentales y los derechos económicos sociales y culturales enunciados en el Título II"[90].

86 Ibíd.

87 Ibíd.

88 Sentencia C-406 de 2004, exp. D-4874, M.P.: Clara Inés Vargas Hernández, 4 de mayo de 2004. De igual manera, la sentencia C-692 de 2007, *supra* nota 70. Ver también sentencia C-205 de 2005, exp. D-5381, M.P.: Jaime Córdoba Triviño, 8 de marzo de 2005, y sentencia C-172 de 2009, exp. RE-143, M.P.: Cristina Pardo Schlesinger, 18 de marzo de 2009. En relación con los bancos, ver sentencia T-468 de 2003, exp. T-515421, M.P.: Rodrigo Escobar Gil, 5 de junio de 2003. Y la sentencia C-936 de 2003, exp. D-4468, M.P.: Eduardo Montealegre Lynett, 15 de octubre de 2003, relacionada con la libertad económica.

Así, las actividades del mercado de valores, entendidas como de interés público, deben desarrollarse cumpliendo con los principios y valores consagrados a lo largo del texto constitucional, en desarrollo del Estado social de derecho. Por ello, no obstante el indefinido ámbito general de este concepto, de acuerdo con la Corte sí existen derroteros en la Constitución que ayudan a acotar su vasto alcance: se trata del programa establecido en la Carta sobre lo que debe hacer el Estado social de derecho, integrado por sus cuatro dimensiones: económica, social, ecológica y cultural[91].

En último término, frente a la crítica general que debe expresarse respecto del uso de conceptos jurídicos abiertos, la Corte ha guiado esta búsqueda de sentido determinando que este concepto ha de explicarse desde la Constitución misma, no desde cualquier criterio externo. Así, el interés público debe asociarse al cumplimiento del programa diseñado en la Carta, asociado al cumplimiento del Estado social de derecho.

1.3. EL FUNDAMENTO DE LA INTERVENCIÓN ESTATAL EN LA ECONOMÍA EN GENERAL, Y EN EL SECTOR FINANCIERO EN PARTICULAR, DESDE LA TEORÍA ECONÓMICA DE LAS FALLAS DE MERCADO

Las crisis económicas son un test ácido de realidad tanto para las políticas económicas que se implementan, entre otros mecanismos, a través de la regulación,

89 Sentencia C-860 de 2006 (en adelante, C-860), exp. D-6235, M.P.: Humberto Sierra Porto, 18 de octubre de 2006, exp. D-6235. Ver también sentencia T-426, en la que la Corte sostuvo: "El Estado social de derecho, los principios de dignidad humana y de solidaridad social, el fin esencial de promover la prosperidad general y garantizar la efectividad de los derechos, deberes y principios constitucionales, y el derecho fundamental a la igualdad de oportunidades, guían la interpretación de la Constitución económica e irradian todos los ámbitos de su regulación –propiedad privada, libertad de empresa, explotación de recursos, producción, distribución, utilización y consumo de bienes y servicios, régimen impositivo, presupuestal y gasto público".

90 Sentencia C-860, refiriéndose a la sentencia T-426 de 1992 (en adelante, T-426).

91 Ver sentencia T-411/92 (en adelante, T-411) exp. T-785, M.P.: Alejandro Martínez Caballero, 17 de junio de 1992.

como para las teorías que las sustentan. La segunda mitad del siglo XX, al igual que la primera década del XXI, han sido laboratorios extraordinarios que han producido desarrollo económico, pero también crisis económicas profundas que, finalmente, nos dejan más incertidumbres que certezas respecto de la determinación del mejor modelo o la política económica más efectiva[92].

La ruptura del paradigma de la teoría económica liberal clásica según el cual existen mercados perfectos[93] dio paso al desarrollo de nuevas teorías[94] que fundamentan la necesidad de intervención del Estado en la economía desde la perspectiva de la existencia de fallas en el mercado[95]. En tal sentido es preciso tratar de identificar las características que son propias de los mercados y que determinan la necesidad de intervención estatal. Dentro de las diversas fallas evidenciadas deben resaltarse por lo menos tres, las cuales son consideradas como básicas para la justificación de la intervención estatal en el sector financiero, en general, y en el mercado de valores, en particular: la existencia de asimetrías de información, el poder de mercado y la evidencia de externalidades (negativas)[96].

92 BOYER, ROBERT. *Teoría de la regulación. Un análisis crítico*, Alfons El Magnánim, Institució Valenciana d'Estudios I Investigació, 1992.

93 En los cuales se asume que hay competencia perfecta –porque no hay individuos o firmas que puedan ejercitar o alcanzar un poder de mercado suficiente–; no hay externalidades –de tal suerte que los precios de mercado reflejan tanto los costos privados como los sociales, así como los beneficios–; la información es plena y sin costo: no hay competencia destructiva; no hay mercados incompletos o fallas de mercado, y no hay problemas de seguridad nacional. Ver DODD, RANDALL. "The economic rationale for financial market regulation", Financial Policy Forum, Derivatives Study Center, Special Policy Report 12, December 2002.

94 NICKERSON, DAVID y PHILLIPS, RONNIE J. "Regulating financial markets: Assessing neoclassical and institutional approaches", *Journal of Economic Issues*, vol. XXXVII n.º 2, June 2003, disponible en: http://eds.b.ebscohost.com/eds/pdfviewer/pdfviewer?vid=16&sid=756a5858-fede-47ee-b177-c6513c6bd1ee%40pdc-v-sessmgr01 Última visita: 10/01/2018.

95 Ver GOODHART, C. A. E. *Money, information and uncertainty*, The Macmillan Press, 1975, pp. 202-213; LLEWELLYN, DAVID. "The economic rationale for financial regulation", FSA Occasional Paper, April 1999; DODD, RANDALL. "The economic rationale for financial market regulation", Financial Policy Forum, Derivatives Study Center, Special Policy Report 12, December 2002; ALLEN, FRANKLIN y HERRING, RICHARD. *Banking regulation versus securities market regulation*, The Warton Financial Institutions Center, University of Pennsylvania, 2001; FREIXAS, XAVIER y SANTOMERO, ANTHONY M. "An overall perspective on banking regulation", UPF, Economic and Business Working Paper n.º 664. También STIGLITZ. "Regulación y fallas", cit., entre otros muchos.

96 Ibíd.

Esta justificación de la intervención del Estado en el sector financiero ha sido acogida por el Gobierno Nacional y recogida para efectos de los fundamentos de la fusión de las superintendencias Bancaria y de Valores en el Documento Conpes 3399[97]. En este escrito se señala que "la justificación poderosa para la intervención económica del Estado radica en la existencia de problemas tales como la información asimétrica, el riesgo moral y la selección adversa, los cuales son inherentes al sistema. Dado que estas fallas no se solucionan espontáneamente por las fuerzas del mercado, se requiere la definición de reglas claras y la verificación del cumplimiento de las mismas por parte de los agentes que compiten en el mercado"[98]. Si bien esta justificación de la intervención del gobierno en el sector financiero solo se basa en la falla relacionada con la asimetría de la información (la selección adversa y el riesgo moral son consecuencias de esta falla del mercado), permite evidenciar la conciencia que existe en el Gobierno mismo respecto de las causas económicas que justifican su actuación en los mercados financieros.

1.3.1. ALGUNAS FALLAS DEL MERCADO QUE JUSTIFICAN LA INTERVENCIÓN DEL ESTADO EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

1.3.1.1. LA ASIMETRÍA DE LA INFORMACIÓN

La asimetría de información justifica la intervención del Estado en el sector financiero entendido como un todo, comoquiera que en los diferentes mercados (de crédito, de valores, cambiario, de fiducia y de seguros) no existe información perfecta disponible para las partes que quieran realizar una transacción. En tal sentido, las partes que se interrelacionan en los mercados (llámense unidades económicas superavitarias, deficitarias, simplemente oferentes y demandantes o proveedor y adquirente de servicios o activos financieros) carecen de información suficiente respecto de la contraparte, o sobre el activo o servicio financiero que se ofrece.

97 Ver Documento Conpes 3399 del 28 de noviembre de 2005, mediante el cual se presentan a consideración del Conpes los lineamientos y estrategias para adelantar una reforma integral del esquema institucional de regulación y supervisión para los mercados financieros colombianos.

98 Ibíd., en pp. 2 y 3.

Por ejemplo, en el caso del adquirente (ciudadano común) de un valor, el mismo no sabe a ciencia cierta cómo se formó el precio de este y no tiene certeza respecto de la capacidad de pago del emisor o el resultado de la administración y desarrollo del objeto social del emisor. El vendedor, por su parte, no sabe la cantidad exacta de dinero que el comprador está dispuesto a pagar por dicho activo financiero, ni conoce la capacidad de pago de tal persona. Por estas razones, en el mercado de valores, la intervención del Estado busca solucionar esta asimetría de información a la que están expuestos los inversionistas, profiriendo normatividad que busque transparencia y certeza respecto de la información con la que deben contar todos los participantes en el mismo[99].

En el caso de los bancos, la asimetría de la información que padecen respecto de los solicitantes de crédito, que a la postre se convierten en sus deudores, se trata de solucionar con intervención estatal que exige de los establecimientos de crédito la determinación de políticas que identifiquen, midan, monitoreen y mitiguen el riesgo de crédito inherente a sus operaciones de colocación.

La asimetría de información tiene diferentes matices que suponen la determinación clara por el Estado de cuáles son los objetivos que se pretenden con la regulación y supervisión, así como el desarrollo de diversas herramientas que sirvan para el logro de tales propósitos, que varían de acuerdo con los mercados[100]. En todo caso, es preciso resaltar que la regulación del mercado de valores gira, en gran medida, alrededor de la transparencia en la información, de la calidad y oportunidad de esta[101].

---

99 Ver, entre otros, LLEWELLYN, DAVID. "The Economic Rationale for Financial Regulation", FSA Occasional Paper, April 1999; DODD, RANDALL. "The economic rationale for financial market regulation", Financial Policy Forum, Derivatives Study Center, Special Policy Report 12, December 2002, y STIGLITZ. "Regulación y fallas", cit. La asimetría de la información está presente en todos los mercados financieros. Los bancos, por ejemplo, no tienen certeza respecto de la capacidad de pago de sus clientes, igual que los aseguradores respecto de la salud de sus asegurados.

100 La tabla n.° 4, basada en ALLEN y HERRING, *Banking regulation versus securities market regulation*, cit., muestra las herramientas de supervisión diseñadas para ser aplicadas en el mercado de valores, que difieren de las que son propias del sector bancario.

101 STATMAN, MEIR. "Regulating financial markets: Protecting us from ourselves and others", CFA Institute, 2009, disponible en: http://eds.b.ebscohost.com/eds/pdfviewer/pdfviewer?vid=4&sid=756a5858-fcde-47ee-b177-c6513c6bd1ec%40pdc-v-sessmgr01 Última visita: 10/01/2018.

1.3.1.2. EL PODER DE MERCADO

El poder de mercado justifica la intervención del Estado en el sector financiero, entendido como un todo, comoquiera que se evidencia en el mismo una cierta tendencia monopólica para la provisión de ciertos servicios financieros –como podría ser el caso de los sistemas de pago[102], las bolsas de valores o productos y los depósitos de valores (en aquellos países en donde hay solo una de estas instituciones)– o de conformación oligopólica por parte de los proveedores de servicios financieros[103].

En el mercado de valores, los objetivos de la intervención regulatoria estatal para contrarrestar el poder de mercado se concentran en áreas relacionadas con la conducta de los participantes que inhiban el desarrollo de prácticas restrictivas de la libre competencia, como por ejemplo la regulación destinada a evitar el uso indebido de información privilegiada, la manipulación de precios en el mercado y la determinación de reglas relacionadas con los conflictos de interés. Estas temáticas implican el desarrollo de diversas herramientas de regulación y supervisión que permitan alcanzar tales objetivos[104].

De igual manera, el poder de mercado puede implicar desequilibrios en las relaciones contractuales, cuando una de las partes tiene mejor capacidad negocial (en el mercado de crédito, los bancos diseñan los productos, crean las cláusulas contractuales de adhesión, los publicitan y colocan a través de contratos de adhesión) que otra (los consumidores de crédito son unidades económicas deficitarias, débiles y, por ello, con mínima capacidad negociadora). Sin embargo, en el mercado de valores, dada su naturaleza intermediada, los desequilibrios contractuales toman diversos matices dependiendo de la clase de operación, intermediario o parte de que se trate.

---

102 Ver GOODHART, C. A. E. *Money, information and uncertainty*, The Macmillan Press, 1975, pp. 202-213.

103 Esta tendencia oligopólica es consecuencia de las restricciones de acceso que el Estado impone a quienes proveen servicios financieros, incluidos los seguros. No todas las personas, así quisieran, pueden ser intermediarios del mercado de valores o prestar servicios bancarios. Esta intervención estatal genera distorsiones en el mercado. Podría afectar la libre competencia. Y al consumidor.

104 Las tablas n.° 1, 2, 3 y 5 señalan los objetivos de la intervención estatal en el sector financiero, desde cierta doctrina internacional especializada y las normas colombianas. La tabla n.° 6 muestra las herramientas de supervisión diseñadas para ser aplicadas en el mercado de valores, que difieren de las que son propias del sector bancario.

Un objetivo primordial de la regulación del mercado de valores es la protección del inversionista. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que esta parte fundamental de las negociaciones típicas del mercado de valores no es, en muchos casos, parte débil. En efecto, tiene capacidad de formar precios, de generar negocios, de especular, de cubrir sus riesgos. Existen inversionistas que son también oligopolios, como las administradoras de pensiones o las aseguradoras. Por eso, proteger al inversionista no siempre significa proteger al consumidor. Eso explica por qué es necesario diferenciar entre inversionistas calificados (profesionales) y no calificados (la persona natural que quiere adquirir valores a través de la administración de su portafolio de inversión por un intermediario o directamente). Y para mantener la confianza, equilibrio y justicia en el mercado deben existir reglas que limiten los excesos que pueden presentarse en cada una de estas circunstancias negociales entre oligopolios (*i.e.*, intermediario de valores *vs.* administradora de fondos de pensiones), y de oligopolio (administradora de fondos de inversión privados) frente a una persona o ciudadano del común.

1.3.1.3. LA EVIDENCIA DE EXTERNALIDADES (NEGATIVAS), EN CONCRETO, LA EXISTENCIA DE RIESGO SISTÉMICO

Una externalidad en sentido económico se presenta cuando las acciones de un agente (*i.e.*, un intermediario financiero tal como un banco) incrementan (externalidad positiva) o reducen (externalidad negativa) el bienestar de otros agentes de la economía que no están relacionados directamente con las actividades propias del agente causante[105]. La razón clásica que fundamenta la intervención del Estado en el sector bancario reside en la externalidad negativa denominada riesgo sistémico. La insolvencia de un banco no solo afecta a los acreedores del mismo (entre estos los ahorradores), sino que puede llegar a causar detrimento a otros agentes económicos que no tienen relación directa con tal establecimiento de crédito.

Las corridas bancarias, esto es, la búsqueda de liquidez inmediata por los depositantes (basados en contratos de depósito a la vista), por razón de la pérdida de confianza en la solvencia de la institución depositaria, fueron identificadas como la primera causa de riesgo sistémico. La intervención estatal se concentró entonces en evitar tal comportamiento estableciendo el seguro de depósito, como un mecanismo necesario para evitar este riesgo originado en el comportamiento irracional de los depositantes[106].

Sin embargo, el desarrollo de los mercados financieros, no solo a nivel doméstico sino también a nivel internacional, ha generado múltiples causas de riesgo sistémico originadas en problemas tanto microeconómicos (p. ej., mala administración de los riesgos inherentes a la actividad por parte de los administradores de los bancos[107]) como macroeconómicos (p. ej., apertura repentina de la economía y liberalización de la balanza de pagos sin un adecuado proceso de adaptación[108]).

La evidencia de externalidades negativas, en concreto, la existencia de riesgo sistémico, justifica la intervención del Estado en el sector bancario y el desarrollo de diversas herramientas de regulación y supervisión, tales como capital adecuado, los cupos individuales de crédito, el límite a la concentración de riesgos, además de todos los sistemas de administración de riesgos diseñados por la Superintendencia Financiera –SARC (riesgo de crédito), SARM (riesgo de mercado), SARO (riesgo operativo), SARLAFT (riesgo de lavado de activos y terrorismo), entre otros–[109].

Esta justificación, originaria del sector bancario, ha sido extrapolada al mercado de valores, en primer lugar, por razón de la existencia de los conglomerados financieros[110], pero a la vez como consecuencia del riesgo sistémico

105 "Las externalidades son interdependencias no compensadas, ya sea en términos de costos o de beneficios no pagados por los individuos a través del funcionamiento espontáneo de los mercados. Por ejemplo, la contaminación ambiental sin pago por el daño causado sobre otros". CUEVAS, HOMERO. "Teoría económica del Estado", en *Teorías jurídicas y económicas del Estado*, Bogotá, Universidad Externado de Colombia, 2002, p. 90.

106 DIAMOND, DOUGLAS W. y DYBVIG, PHILIP H. "Runs, deposit insurance, liquidity", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, vol. 24, n.° 1, Winter 2000, pp. 14-23. Se ha identificado que el seguro de depósito genera riesgo moral no solo para los ahorradores/depositantes sino también en los administradores de las instituciones miembro. En consecuencia, es necesaria más intervención estatal que apunte a la administración adecuada de los riesgos propios de las actividades bancarias (riesgos de crédito, mercado, liquidez, tasa de interés, cambiario, operativo y de solvencia, entre otros). Ver GOODHART. *Money, information and uncertainty*, cit., pp. 202-213, y SANTOS, JOÃO A. C. "Bank capital regulation in contemporary banking theory: A review of the literature", BIS Working Papers, n.° 90, September 2000, entre otros.

107 Ver FREIXAS y ROCHET. *Economía bancaria*, cit., cap. 9, "La regulación de los bancos", pp. 313-358.

108 Ver STIGLITZ. "Regulación y fallas", cit.

109 La tabla n.° 6 está basada en Allen y Herring. *Banking regulation versus securities market regulation*, cit.

110 Ibíd.

que puede producirse por razón de los sistemas de pago y de liquidación y compensación[111] que ligan los establecimientos de crédito con las instituciones que actúan en el mercado de valores.

1.3.2. LOS OBJETIVOS DE LA INTERVENCIÓN ESTATAL EN EL SECTOR FINANCIERO A LA LUZ DE LAS FALLAS DE MERCADO

Las fallas de mercado expuestas en los acápites anteriores justifican, desde teoría económica neoclásica, la intervención estatal en el sector financiero. Esta actividad se desarrolla por medio de algunas herramientas y mecanismos que tienen diferentes objetivos porque dependen de la naturaleza de los mercados por intervenir (el mercado bancario es bien diferente del mercado de valores o el cambiario, luego las herramientas de regulación y supervisión deben variar).

En la literatura internacional se encuentran estudios que identifican con precisión los objetivos de la intervención del Estado en el sector financiero que deben analizarse desde la óptica de las fallas del mercado. La tabla 1 presenta los objetivos de la regulación financiera en el Reino Unido, de acuerdo con Davies, los cuales se contrastan con las fallas de mercado estudiadas en los acápites anteriores.

TABLA 1. OBJETIVOS DE LA REGULACIÓN FINANCIERA DE ACUERDO CON DAVIES[112], RELACIONADOS CON LAS FALLAS DE MERCADO QUE SE PRETENDE CORREGIR[113]

Objetivos	*Falla de mercado*
Proteger la economía contra riesgo sistémico	Externalidades (negativas)
Proteger a los depositantes, inversionistas y asegurados contra las pérdidas originadas por la insolvencia del intermediario	Externalidades (negativas) Asimetría de información
Proteger a los consumidores contra las conductas inadecuadas en las actividades desarrolladas en el sector financiero	Asimetría de información Poder de mercado

111 Ver Bank of England. "Oversight of payment systems", November 2000. También Committee on Payment and Settlement Systems. "Core principles for systemically important payment systems", Bank for International Settlement Systems, January 2001.

112 DAVIES, HOWARD. "Market and regulatory structures in a global environment", speech by the Deputy Governor of the Bank of England, held on 22/2/97 at the Federal Reserve Bank of Atlanta's Financial Markets Conference, disponible en: http://www.bis.org/review/r970305e.pdf

113 Este ejercicio de contraste entre objetivo y falla no lo realiza Davies. Es propio del autor.

Objetivos	*Falla de mercado*
Ayudar a la sociedad en la lucha contra el crimen organizado (p. ej., asegurándose de que las entidades han establecido sistemas para detectar y reportar dinero procedente de los carteles de la droga o del crimen organizado)	Externalidades (negativas)
Crear y mantener mercados justos	Externalidades (negativas)

La tabla 2 introduce los objetivos generales de la regulación financiera tal como se entienden a la luz del trabajo de dos juiciosos investigadores norteamericanos que analizan la intervención estatal en el sector financiero de ese país.

TABLA 2. OBJETIVOS DE LA REGULACIÓN FINANCIERA DE ACUERDO CON ALLEN Y HERRING[114], RELACIONADOS CON LAS FALLAS DE MERCADO QUE SE PRETENDE CORREGIR[115]

Objetivos	*Fallas de mercado*
Riesgo sistémico	Externalidades (negativas)
Protección a inversionistas y depositantes	Externalidades (negativas) Asimetría de información Poder de mercado
Aumento de la eficiencia	Externalidades (negativas) Asimetría de información Poder de mercado
Objetivos sociales más amplios	Externalidades (negativas)

Como se observa, existe una correspondencia entre la teoría económica y el análisis de los objetivos de los reguladores y supervisores de ciertos países influyentes de origen anglosajón. Veamos ahora cómo tales objetivos se encuentran plasmados en nuestra legislación y si es posible relacionarlos con la teoría de las fallas del mercado.

De acuerdo con la estructura de intervención del Estado en el sector financiero colombiano establecida en la Constitución Política[116], el Congreso determina por medio de una ley marco los objetivos generales a los que debe

114 ALLEN y HERRING. *Banking regulation versus securities market regulation*, cit.

115 Este ejercicio de contraste entre objetivo y falla no lo realizan Allen y Herring.

116 Ver, entre otras, la sentencia C-860 de 2006 de la Corte Constitucional.

sujetarse el gobierno para intervenir el sector[117]. En tal sentido, las leyes marco del sector financiero son la Ley 35 de 1993 (aplicada al sector financiero tal como es definido en el artículo 1 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, aunque regula también algunos aspectos del mercado de valores) y la Ley 964 de 2005 (destinada específicamente al mercado de valores).

Ambas leyes marco establecen en sus primeros artículos los objetivos de la intervención del gobierno en el sector financiero. La tabla 3 señala de manera resumida los objetivos de dicha intervención de acuerdo con la Ley 35 de 1993, los cuales se contrastan con las fallas del mercado que procuran corregir. Como se evidencia en la tabla, la existencia de las fallas del mercado (en particular las externalidades negativas) explica los objetivos de la intervención del gobierno en el sector financiero colombiano.

TABLA 3. OBJETIVOS DE LA INTERVENCIÓN DEL GOBIERNO EN EL SECTOR FINANCIERO DE ACUERDO CON LA LEY 35 DE 1993, RELACIONADOS CON LAS FALLAS QUE SE PRETENDE CORREGIR

Objetivos de la intervención en el sector financiero al tenor de la Ley 35 de 1993	*Falla de mercado por corregir*
a. Que el desarrollo de dichas actividades esté en concordancia con el interés público	Externalidades positivas[118] y negativas Asimetría de información Poder de mercado
b. Que en el funcionamiento de tales actividades se tutelen adecuadamente los intereses de los usuarios de los servicios ofrecidos por las entidades objeto de intervención y, preferentemente, los de ahorradores, depositantes, asegurados e inversionistas	Asimetría de información Poder de mercado Externalidades (negativas)
c. Que las entidades que realicen las actividades mencionadas cuenten con niveles de patrimonio adecuado para salvaguardar su solvencia	Externalidades negativas (riesgo sistémico)
d. Que las operaciones de las entidades objeto de la intervención se realicen en adecuadas condiciones de seguridad y transparencia	Poder de mercado Asimetría de información Externalidades (negativas)
e. Promover la libre competencia y la eficiencia por parte de las entidades que tengan por objeto desarrollar dichas actividades	Poder de mercado Asimetría de información Externalidades

117 Ver art. 335 CP de Colombia.

118 Ver PALACIOS MEJÍA, HUGO. "La decadencia del contrato y el sector financiero en la Constitución", en ANIF. El sector financiero de *cara al siglo XXI*, 2002, t. II, pp. 1-73.

Objetivos de la intervención en el sector financiero al tenor de la Ley 35 de 1993	*Falla de mercado por corregir*
f. Democratizar el crédito, para que las personas no puedan obtener, directa o indirectamente, acceso ilimitado al crédito de cada institución y evitar la excesiva concentración del riesgo	Poder de mercado Asimetría de información Externalidades (negativas)
g. Que el mercado de valores se desarrolle en las más amplias condiciones de transparencia, competitividad y seguridad, así como propender a que existan niveles crecientes de ahorro e inversión privada	Poder de mercado Asimetría de información Externalidades (negativas)
h. Proteger y promover el desarrollo de las instituciones financieras de la economía solidaria	Poder de mercado Externalidades (negativas)
i. Que el sistema financiero tenga un marco regulatorio en el cual cada tipo de institución pueda competir con los demás bajo condiciones de equidad y equilibrio de acuerdo con la naturaleza propia de sus operaciones	Poder de mercado

Así mismo, en concordancia con tales objetivos, el gobierno ha diseñado una serie de herramientas regulatorias y de supervisión aplicables a los establecimientos de crédito, plasmadas en la tabla 4, que persiguen diversos objetivos dentro de los cuales es preciso resaltar el riesgo sistémico y los objetivos sociales que corresponden a alguna de las tres fallas del mercado estudiadas con anterioridad.

TABLA 4. COMPARACIÓN DE LAS MEDIDAS REGULATORIAS APLICADAS EN EL MERCADO BANCARIO, DE ACUERDO CON ALLEN Y HERRING[119], CON LAS UTILIZADAS EN COLOMBIA[120]

Medidas regulatorias	*Riesgo sistémico*	*Protección del ahorrador*	*Aumento de eficiencia*	*Objetivos sociales*	*Aplica en Colombia*
Bancos					
Tasas de interés máximas en créditos		X		X	X
Requerimientos de inversiones				X	X
Requerimientos de liquidez	X	X			X

119 ALLEN y HERRING. *Banking regulation versus securities market regulation*, cit.

120 Ver, en general, Superintendencia Financiera de Colombia. Circular Básica Jurídica y Circular Básica Contable y Financiera.

Medidas regulatorias	*Riesgo sistémico*	*Protección del ahorrador*	*Aumento de eficiencia*	*Objetivos sociales*	*Aplica en Colombia*
Exigencias de reporte de transacciones importantes	X			X	X
Requerimientos de reservas/ provisiones/capital	X	X			X
Restricciones en expansión geográfica				X	
Restricciones en líneas de servicios y productos	X			X	X

La tabla 5 reseña los objetivos de la intervención del gobierno en el mercado de valores de acuerdo con la Ley 964 de 2005. Como se observa, la existencia de las fallas del mercado (en particular la asimetría de información) explica los objetivos de la intervención del gobierno en dicho mercado.

TABLA 5. OBJETIVOS DE LA INTERVENCIÓN DEL GOBIERNO EN EL MERCADO DE VALORES DE ACUERDO CON LA LEY 964 DE 2005, RELACIONADOS CON LAS FALLAS DE MERCADO QUE SE PRETENDE CORREGIR

Objetivos de la intervención en el mercado de valores de acuerdo con la Ley 964 de 2005	*Falla de mercado por corregir*
Proteger los derechos de los inversionistas	Poder de mercado Asimetría de información
Promover el desarrollo y la eficiencia del mercado de valores	Asimetría de información Externalidades negativas Poder de mercado
Prevenir y manejar el riesgo sistémico del mercado de valores	Externalidades negativas
Preservar el buen funcionamiento, la equidad, la transparencia, la disciplina y la integridad del mercado de valores y, en general, la confianza del público en el mismo	Asimetría de información Externalidades negativas Poder de mercado

De igual manera, se señalan en la tabla 6 las medidas regulatorias que son propias del mercado de valores. Al comparar las tablas 4 y 6 se contrastan las diferentes herramientas regulatorias utilizadas en los mercados bancario y de valores, así como se evidencia la diferencia entre los objetivos de tal intervención. En el mercado de valores la protección al inversionista y el aumento de la eficiencia del mercado pueden resumirse como los dos grandes propósitos

de las medidas regulatorias del gobierno, que buscan subsanar las fallas de mercado reseñadas anteriormente.

TABLA 6. COMPARACIÓN DE LAS MEDIDAS REGULATORIAS APLICADAS EN EL MERCADO DE VALORES, DE ACUERDO CON ALLEN Y HERRING[121], RELACIONADAS CON LAS UTILIZADAS EN COLOMBIA[122]

Medidas regulatorias	*Riesgo sistémico*	*Protección del inversionista*	*Aumento de eficiencia*	*Objetivos sociales*	*Aplica en Colombia*
Mercado de valores					
Estándares de revelación de información		X	X		X
Requisitos de registro		X	X		X
Prohibición de manipulación		X	X		X
Prohibición de *insider trading*		X	X		X
Reglas de adquisición		X	X		X
Protección a los accionistas minoritarios		X			X
Reglas para la administración de portafolio/reglas de conducta		X	X		X

En conclusión, con base en el análisis anterior es posible afirmar que la justificación de la intervención del Estado en el sector financiero, entendido como un todo, basada en las fallas del mercado calza perfectamente con el diseño de los objetivos planteados en las normas correspondientes. Para efectos de subsanarlas, de una parte, se plantean objetivos específicos que dependen de la naturaleza de cada mercado y, de otra, se diseñan diversas herramientas de regulación y supervisión que permiten a las autoridades alcanzarlos. Tanto a nivel internacional como doméstico, la finalidad de la actividad de intervención estatal en los mercados financieros está claramente determinada y cuenta con instrumentos concretos para el logro de tales fines.

La intervención del Estado, al corregir estas fallas, llevaría a los mercados a las condiciones naturales en que son eficientes. Por eso, esta teoría económica no cambia el modelo. Simplemente, parte del reconocimiento de un hecho:

121 ALLEN y HERRING. *Banking regulation versus securities market regulation*, cit.

122 Ver, en general, las resoluciones 400 y 1200 de la Superintendencia Financiera de Colombia.

los mercados no son perfectos y hay que ayudar a que lo sean, por ejemplo, mediante la intervención estatal. Sin embargo, esta intervención ha probado ser poco eficiente en algunos casos y creadora de distorsiones en otros[123].

Sin perjuicio de la revisión realizada en esta sub sección, debe resaltarse que hay que determinar el modelo de Estado que se ha diseñado en la Constitución de cada país, que responde, en el ámbito económico, casi siempre a la teoría económica imperante entre quienes redactaron su articulado. En el caso colombiano, el Estado es el director de la economía e interviene en la misma por medio de la ley para alcanzar los objetivos constitucionales del programa del Estado social de derecho. Pero dicha intervención también está sometida a límites. Así, "tal intervención: i) necesariamente debe llevarse a cabo por ministerio de la ley; ii) no puede afectar el núcleo esencial de la libertad de empresa[124]; iii) debe obedecer a motivos adecuados y suficientes que justifiquen la limitación de la referida garantía[125]; iv) debe obedecer al principio de solidaridad[126]; y v) debe responder a criterios de razonabilidad y proporcionalidad"[127].

1.4. LOS RETOS DEL FINTECH, ¿REPENSAR TODO Y COMENZAR DE NUEVO?

Finalmente, es preciso terminar esta parte del texto con una pequeña reflexión e invitación al lector a considerar los retos de la actual revolución tecnológica digital denominada FinTech, en las teorías de regulación e intervención estatal en los mercados financieros. La regulación correspondiente, esto es, RegTech, deberá tener otros propósitos y usos. Considérese, por ejemplo, el hecho de la negociación en las bolsas de valores a través de High Frecuency Trading. Inteligencia artificial realiza ofertas en serie en los mercados, creando precios. De igual manera, los *robo advisors* tienen capacidad de atender las inquietudes de las personas que quieren invertir en los mercados de valores e, incluso, proponer o administrar portafolios de inversión de una manera más eficiente que los seres humanos. Así mismo, la capacidad transformadora de los programas Blockchain nos permite intuir un mercado de valores sin depósitos ni sistemas de negociación, tal como los conocemos hoy.

Así, una de las características más interesantes de esta cuarta Revolución Industrial[128] consiste en la denominada "democratización de las finanzas"[129]. La industria financiera, los reguladores y (de esperarse) los consumidores ya se hacen cargo de estos desarrollos, reconociéndolos, entendiéndolos, elaborando estrategias para su mejor aplicación en los negocios, así como discutiendo políticas regulatorias, tales como los denominados "*Regulatory Sandbox*"[130]. Siguiendo la estrategia del Reino Unido[131], varios reguladores del mundo han adoptado esta práctica. En la región se discute sobre su conveniencia, siendo México el país que lleva, a la fecha, la delantera en incluirlo en su legislación[132]. De igual

123 Ver STIGLITZ. "Regulación y fallas", cit.

124 Sentencias C-233 de 1997, exp. D-1488, M.P.: Fabio Morón Díaz, 15 de mayo de 1997, y C-616 de 2001, exp. D-3279, M.P.: Rodrigo Escobar Gil, 13 de junio de 2001.

125 Corte Constitucional. Sentencia T-291 de 1994 exp. T-30517, M.P.: Eduardo Cifuentes Muñoz, 22 de junio de 1994.

126 Corte Constitucional. Sentencia T-240 de 1993, exp. T-9665, M.P.: Eduardo Cifuentes Muñoz, 23 de junio de 1993.

127 Corte Constitucional. Sentencia C-398 de 1995, exp. D-865, M.P.: José Gregorio Hernández Galindo, 7 de septiembre de 1995.

128 La primera, caracterizada por el paso de la producción manual a la mecanizada (1760 y 1830); la segunda, por la electricidad que permitió la manufactura en masa (alrededor de 1850); la tercera, por la llegada de la electrónica y la tecnología de la información y las telecomunicaciones (mediados del siglo XX). La cuarta Revolución Industrial "no se define por un conjunto de tecnologías emergentes en sí mismas, sino por la transición hacia nuevos sistemas que están construidos sobre la infraestructura de la revolución digital (anterior)", tal como lo define SCHWAB, KLAUS. *The fourth Industrial Revolution*, 2017.

129 Por ejemplo, la democratización del acceso al crédito de manera local o transfronteriza, la asesoría y/o administración de portafolios de inversión de manera transparente, eficiente y de bajo costo realizada por inteligencia artificial, la determinación de primas a través de aplicaciones que se acomodan a la realidad de riesgo de cada cliente, el uso de sistemas de pago desintermediados, en tiempo real y muy económicos.

130 Un "*regulatory Sanbox*" puede definirse como "un conjunto de herramientas para que las empresas y los supervisores exploren cómo deben interpretar y aplicar la regulación, a la vista de las nuevas soluciones tecnológicas y de los modelos de negocio financieros, por medio de su testeo en un marco controlado con consumidores reales". European Commission. "Fintech: A more competitive and innovative European Financial Sector", Consultation Document, June 2017, disponible en: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2017-fintech-consultation-document_en_0.pdf

131 UK FinTech. "Regulating for innovation", cpeech by Christopher Woolard, FCA Director of Strategy and Competition, delivered at the FCA's event on UK FinTech: Regulating for innovation on 22 February 2016, disponible en: https://www.fca.org.uk/news/speeches/uk-fintech-regulating-innovation

132 En diciembre de 2017 el Senado mexicano aprobó por unanimidad el proyecto enviado por el Ejecutivo. Para revisar el proyecto ver: http://www.senado.gob.mx/sgsp/gaceta/63/3/2017-10-12-1/assets/documentos/Iniciativa_Ejecitvo_Federal.pdf

manera, instituciones multilaterales influyentes, como por ejemplo el Banco Interamericano de Desarrollo, promueven su adopción[133]. En Asia, continente de innegable desarrollo tecnológico, los reguladores también están implementando la regulación de FinTech, por medio del uso de *sandboxes*[134].

Si bien estamos aún en los albores de un proceso de transformador de la sociedad y de la manera como se producen los bienes y se proveen servicios de todo orden, incluidos los financieros, es conveniente, por lo que ya se vislumbra en la distancia, comenzar a repensar todo el sistema y las teorías de regulación que lo fundamentan.

2. LA INTERVENCIÓN PRIVADA DE LOS MERCADOS DE VALORES

Se ha postulado en la sección anterior que la intervención del Estado colombiano en el sector financiero tiene su origen en la imposibilidad del mercado mismo de corregir sus falencias, así como pretende, tal como en múltiples ocasiones lo ha insistido la Corte Constitucional, la realización de un orden económico y social justo en el Estado social de derecho. Por su parte, la autorregulación es una actividad que brota del mercado mismo a iniciativa de los particulares, con el propósito de proteger y buscar el desarrollo del mercado con el objeto de producir riqueza, generando confianza y eficiencia, sin que en su esencia pretenda alcanzar como fines últimos la equidad y la justicia social. Así, intervención estatal y autorregulación son dos especies distintas que no deben confundirse. Esta distinción explica por qué la autorregulación nunca puede considerarse una función pública y, a su vez, fundamenta la validez de la intervención del Estado en esta actividad del mercado de valores, tal como se establece en la Ley 964 de 2005, con el propósito de adecuarla al programa de la Constitución.

133 Ver BID y Finnovista FinTech. *Innovaciones que no sabías eran de América y el Caribe*, 2017, disponible en: https://publications.iadb.org/bitstream/handle/11319/8265/FINTECH-Innovaciones-que-no-sabias-que-eran-de-America-Latina-y-Caribe.pdf?sequence=2&isAllowed=y

134 Ver una síntesis en SIDLEY. *FinTech and Regulatory Sandboxes in the UK, Hong Kong and Singapore*, septiembre de 2017, disponible en: https://www.sidley.com/-/media/update-pdfs/2017/09/20170901--banking-and-financial-services-update.pdf

2.1. LA AUTORREGULACIÓN ES UNA ACTIVIDAD PRIVADA QUE NO TIENE UNA DEFINICIÓN ÚNICA

La autorregulación no es un concepto uniforme. No existe una única definición de "autorregulación" toda vez que su entendimiento ha evolucionado bajo diferentes circunstancias, mercados y países[135].

De ordinario se entiende que la autorregulación es un concepto atado a las actividades del mercado de valores y de típico origen bursátil. Sin embargo, es una actividad de vieja data, ligada en sus primeras expresiones al ejercicio de ciertas profesiones (juramento hipocrático) y desarrollada por los comerciantes a través de diferentes mecanismos para generar confianza en sus negocios. Tal como lo refiere Reddy[136], en la primera mitad del siglo X d.C., los Maghribi fueron quienes quizás desarrollaron la primera estructura de autorregulación, basados en la creación de incentivos en el mercado para regular sus relaciones comerciales.

Los Maghribi eran comerciantes judíos que vivían en el califato de Abbasid, hoy Bagdad, y que luego emigraron al norte de África. Ellos operaban a través de asociados que realizaban negocios a su nombre en el exterior. Estos comerciantes nunca podían estar seguros respecto de la actuación de sus agentes, en relación tanto con las mercancías como con el pago que deberían recibir por las mismas. Los Maghribi entonces se organizaron fundamentando su actividad mercantil en una red de informantes que les daban a conocer las conductas honestas o deshonestas de sus agentes. Cualquiera que tratara irregularmente los negocios de un Maghribi tendría cerradas las puertas para realizar actividades de comercio con cualquiera de los miembros de ese grupo, en cualquier lugar donde tuviera asentamientos o comerciara.

135 Ver RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, MAXIMILIANO. "Concepto, alcance y estructura de la autorregulación en el mercado de valores colombiano", *e-Mercatoria*, vol. 13, n.º 2, julio-diciembre de 2014. En este interesante artículo se explica con claridad la estructura de la autorregulación del mercado de valores colombiano, tal como se establece en la Ley Marco del Mercado de Valores. Esta sección del capítulo, más que describir el esquema colombiano, peruano o chileno, presenta algunos comentarios en relación con la forma como se ha implementado la regulación en Colombia y sugiere algunas posibles correcciones.

136 Ver REDDY. *The roadmap for fixed income and derivatives markets*, speech by the Governor of the Reserve Bank of India, at the Fixed Income and Money Market & Derivatives Association of Indian and Primary Dealers Association of India, Mumbai, 11 March 2005, BIS Review 17/2005, disponible en: http://www.bis.org/review/r050321c.pdf

De acuerdo con Lalor[137], el concepto de autorregulación se remonta también a los gremios medievales, que tenían su origen en las fraternidades religiosas. Afirma que con el tiempo estas fraternidades religiosas se convirtieron en asociaciones de las clases profesionales y comerciales que obtenían ciertos privilegios y facultades concedidas por las autoridades. A cambio, los miembros del gremio debían obediencia a las mismas. Así, los gremios desarrollaron reglas y regulaciones no solo para proteger a sus miembros, sino también para establecer estándares de mano de obra.

¿Qué nos enseñan estos antecedentes de los Maghribi y de los gremios medievales respecto de la autorregulación? Básicamente, que es una actividad realizada por las mismas personas que llevan a cabo una operación mercantil, con el propósito de hacerla más segura y confiable. Esta actividad debe contar por lo menos con: 1. Reglas de conducta aceptadas por todos los miembros; 2. Mecanismos de revisión del cumplimiento de tales reglas, y 3. Instrumentos creíbles que induzcan a sus miembros (voluntariamente o a través de cualquier mecanismo coercitivo) al cumplimiento de las mismas.

Así, en general, un primer acercamiento al concepto de autorregulación puede concebirse como el conjunto de "mecanismos mediante los cuales los agentes de cualquier negocio o industria se ponen de acuerdo en unas reglas de juego, cuyo incumplimiento tiene repercusiones de distinta índole y en donde no interviene el Estado"[138]. Por lo mismo, la autorregulación se define como la expresión de la voluntad de un grupo de personas que comparten una actividad común, manifestada a través de actos unilaterales, negocios jurídicos o normas jurídicas con efectos vinculantes para sus miembros. Su finalidad consiste en fijar normas de carácter obligatorio para los autorregulados y disciplinar a sus infractores[139].

No obstante, al revisar la literatura disponible se encuentran que no existe una única definición o clase de "autorregulación"[140] porque el concepto ha

137 LALOR, JOHN (ed.). *Cyclopædia of Political Science, Political Economy, and the Political History of the United States by the Best American and European Writers*, New York, Maynard, Merrill, and Co., 1899, disponible en: www.econlib.org/library/YPDBooks/Lalor/llCy519.html

138 ROSILLO ROJAS, MAURICIO. *Concepto de la autorregulación. Doctrina de la autorregulación del mercado de valores en Colombia 2001-2006*, Bogotá, Corporación Autorregulador del Mercado de Valores y Bolsa de Valores de Colombia, 2007, p. 17.

139 ARÍZA MARÍN, EVER LEONEL. *Autorregulación y debido proceso: Colombia*, Bogotá, Grupo Editorial Ibáñez, 2012, p. 32.

140 PRICE, M. E. y VERHULST, S. G. "In search of the self: Charting the course of self-regulation

evolucionado bajo diferentes circunstancias, mercados y países[141]. Veamos algunas de ellas.

2.1.1. LA AUTORREGULACIÓN PURA

Las manifestaciones de autorregulación de los años 1990 permitían definirla como "un acuerdo institucional según el cual una organización (privada) regula el comportamiento de sus miembros"[142], donde "un grupo de personas u organizaciones, de manera conjunta, ejecutan funciones de regulación respecto de sus propias actividades y de todas las de aquéllos que aceptan su autoridad"[143]. Así, la autorregulación es entendida desde las organizaciones y por las organizaciones con el fin de evitar la intervención estatal[144]: la industria crea las reglas, así como fiscaliza que la conducta de sus miembros esté acorde con las mismas[145].

on the Internet in a global environment", en MARSDEN, C., *Regulating the global information society*, 2000, p. 58. Ver también SHACKLETON, J. R. "UK privatisation – US deregulation", 1985 *Politics*, October, pp. 8-16; CAFAGGI, F. *Reframing self-regulation in European Private Law*, 2006. Igualmente, CAFAGGI, F. "Crisi della statualità, pluralismo e modelli di autoregolamentazione'", *Politica del diritto*, n.º 4, 2001, pp. 543-585.

141 Ver RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ. "Concepto, alcance y estructura de la autorregulación en el mercado de valores colombiano", cit.

142 BAGGOTT, ROB. "Regulatory reform in Britain: The changing face of self-regulation", 1989 *Public Administration* 67, p. 438.

143 BLACK, JULIA. "Constitutionalising Self-Regulation", 1996 *Modern Law Review* 59, p. 24.

144 De acuerdo con el CFA, al definir la autorregulación, algunos se centran en el término "auto" que se refiere a cualquier agrupación colectiva que no incluya el Estado. Este enfoque se basa en gran medida en los miembros de un grupo que actúa de modo voluntario, pero en conjunto, para un propósito común y para evitar la intervención externa. Así, sugieren la siguiente definición general: "un sistema que incentiva ('regula') ciertos comportamientos sociales por parte de un colectivo (el 'auto') con el fin de evitar intervención directa del Estado ('regulación pública'). Esta definición asume un enfoque de 'abajo hacia arriba', a través del cual el 'auto' (actores o participantes) inicia actividades tendientes a modificar unilateralmente su comportamiento (a diferencia del modelo 'desde arriba hacia abajo' típico de la imposición del gobierno) para el beneficio de la comunidad regulada, así como a sus consumidores (clientes)". CFA Institute Centre for Financial Market Integrity. *Self-regulation in today's securities markets outdated system or work in progress?*, 2007.

145 Según Segal, la expresión "autorregulación" es utilizada por ASIC para referirse a la regulación en la cual hay participación sustancial de la industria en el desarrollo o la aplicación de un conjunto de normas, y en el que dicha normatividad es adoptada y financiada por la misma industria. Institutional self-regulation: What should be the role of the regulator? SEGAL,

Esta perspectiva se resume, en general, como "la posibilidad que tienen los operadores económicos, los asociados, las organizaciones o asociaciones no gubernamentales de adoptar entre ellos mismos y para ellos mismos unas reglas de conducta comunes"[146]. Usualmente se desarrolla a través de la introducción voluntaria de códigos de buenas prácticas y/o conductas, del establecimiento de estándares voluntarios más rigurosos en la producción y comercialización de ciertos bienes o provisión de servicios, o de la determinación de criterios de acreditación tanto de las personas naturales como jurídicas que se dedican a determinada industria[147].

La autorregulación como actividad privada voluntaria es utilizada para alcanzar diferentes propósitos: corregir una mala percepción del público respecto de la conducta de los intermediarios en relación con los consumidores, evitar o retardar la intervención regulatoria estatal de una determinada actividad económica o dar una ventaja competitiva a una industria específica respecto de otras[148]. Esta perspectiva, que usualmente es orientada desde y hacia el propio interés, también debe tener en cuenta que en algunos sectores de la economía, más que en otros, se requerirá que el interés de los particulares que participan en el mercado así como las diversas formas de autorregulación

JILLIAN. "Deputy Chair of the Australian Securities and Investments Commission", speech to the National Institute for Governance Twilight Seminar, Canberra, 8 November 2001.

146 European Commission, European Parliament and Council of Ministers. "Inter-Institutional Agreement on Better Lawmaking", *OJ* C 321, 31/12/2003, p. 1.

147 De acuerdo con el Better Regulation Task Force, "La autorregulación consiste en un conjunto de normas voluntarias desarrolladas por aquellos que tienen que cumplir con las mismas. Se desarrollan a menudo en su propio interés, por ejemplo, el suministro de productos de buena calidad puede ser comercialmente beneficioso. Los 'códigos de buenas prácticas' son la forma más común de la autorregulación. Otras formas son 'los estándares voluntarios' y los esquemas de 'acreditación voluntaria'. La co-regulación es vista como un conjunto de códigos de buenas prácticas que 'tienen un respaldo legal u otra participación significativa del gobierno'". BARTLE, IAN y VASS, PETER. *Self-regulation and the regulatory State. A survey of policy and practice*, Center for the Study of Regulated Industries, Research Report n.° 17, 2005.

148 Para la European Parliament Council Commission, en la autorregulación "la industria establece sus propias normas de conducta y hace cumplir las normas sin la participación del gobierno". La "autorregulación pura" incluiría códigos voluntarios. Usualmente se utiliza la autorregulación "para corregir una mala imagen pública, para prevenir la legislación pública o para dar a una industria una ventaja competitiva". European Parliament Council Commission. Interinstitutional Agreement on Better Law-making (2003/C 321/01).

que utilizan se encuentren siempre en línea con el interés público buscado por la intervención estatal[149].

Así, la autorregulación, en su sentido más puro, implica la no existencia de interferencia, participación o control de agentes externos a la industria, particularmente el Estado, en el establecimiento y creación de las reglas que regirán esa organización o industria particular; de modo tal que la autorregulación es un concepto que refleja o debería reflejar una autonomía e independencia total del organismo privado[150].

2.1.2. LA AUTORREGULACIÓN COMO SISTEMA DE COOPERACIÓN PÚBLICO-PRIVADA

La autorregulación también se entiende como "una situación de cooperación entre los reguladores públicos y privados, quienes usualmente pueden crear sus propias normas como consecuencia del consentimiento estatal, o se ven abocados a dicha cooperación bajo la amenaza o precaución de que de no hacerlo será el Estado quien entrará a regular"[151].

Black[152] identifica varios tipos de autorregulación desde la cooperación público-privada, así:

a. Autorregulación obligatoria (*mandated self-regulation*): un grupo, industria o profesión es requerido por el gobierno para formular y hacer efectivas

149 Es el caso de la autorregulación en el mercado de valores. Sostiene el CFA Institute Centre for Financial Market Integrity: "En pocas palabras, el objetivo primordial de cualquier grupo autónomo de autorregulación es mantener los intereses de la industria alineados con el interés público a fin de evitar la intervención del gobierno y la posibilidad de una regulación más restrictiva". CFA Institute Centre for Financial Market Integrity. *Self-regulation in today's securities markets outdated system or work in progress?*, 2007.

150 OFCOM define la autorregulación como una situación en la que la industria administra una solución normativa para abordar cuestiones relacionadas con los consumidores o los ciudadanos en general, sin la supervisión formal del gobierno o del regulador. Normalmente no hay límites legales explícitos en relación con los asuntos o temas que pueden ser administrados por un sistema de autorregulación para garantizar su cumplimiento. Ver OFCOM. *Identifying appropriate regulatory solutions: Principles for analysing self- and co-regulation. Statement*, 10 December 2008, p. 9.

151 Ver RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ. "Concepto, alcance y estructura de la autorregulación en el mercado de valores colombiano", cit., p. 36.

152 BLACK, JULIA. "Constitutionalising self-regulation", *The Modern Law Review*, 1996, MLR 59:1, January.

normas que regulen las relaciones y comportamiento de sus miembros dentro del marco normativo definido previamente por el mismo Estado;

b. Autorregulación aprobada (*sanctioned self-regulation*): un grupo, industria o profesión elabora por sí mismo una regulación que está sujeta al control previo y aprobación del Estado;

c. Autorregulación presionada (*coerced self-regulation*): un grupo, industria o profesión elabora la regulación bajo el supuesto (amenaza) de que de no hacerlo el Estado emitirá normas imperativas, y

d. Autorregulación voluntaria (*voluntary self-regulation*): se presenta sin que exista intervención directa o indirecta del Estado.

2.1.3. LA AUTORREGULACIÓN "IMPURA" O CO-REGULACIÓN

Siguiendo a Rodríguez, "la *co-regulación* se ha definido o señalado como una forma '*impura*' de autorregulación en la cual el Estado se limita a establecer un marco normativo que deberá ser seguido por los órganos o asociaciones particulares para elaborar, de manera autónoma pero dentro del marco señalado, sus propias normas"[153].

La misma puede tomar diversas formas, dependiendo de la profundidad y el grado de coacción y/o flexibilidad de la relación Estado-particulares[154]. Así, el Estado determina los parámetros generales y además se encarga de verificar o supervisar que las industrias autorreguladas o las instituciones privadas creadas para autorregularla cumplan los mismos[155].

153 Ver Rodríguez Fernández. "Concepto, alcance y estructura de la autorregulación en el mercado de valores colombiano", cit., pp. 36-37.

154 Para Black, esto puede tomar una variedad de formas, por ejemplo la co-regulación, que se define como la "auto-regulación de una industria con alguna clase de fiscalización o ratificación por parte del gobierno", o la "auto-regulación forzada", en la que las negociaciones entre el Estado y las empresas privadas son utilizadas para formular normas y estándares particulares y flexibles, así como estrategias de adecuado cumplimiento. Black. "Constitutionalising self-regulation", cit.

155 Van Heesen-Laclé, Zayènne y Meuwese, Anne C. M. "The legal framework for self-regulation in the Netherlands", *Utrecht Law Review*, vol. 3, n.º 2, December 2007.

2.2. LA AUTORREGULACIÓN NO ES UNA EXPRESIÓN DE INTERVENCIÓN ESTATAL NI SE REALIZA ÚNICAMENTE EN EL MERCADO DE VALORES

De igual manera, la autorregulación, por ejemplo, ha estado presente en una actividad muy importante para la economía de un país, que se ha desarrollado rápidamente gracias a los adelantos tecnológicos y a la actividad internacional y multinacional de las entidades financieras[156]: el establecimiento y buen funcionamiento de los sistemas de pago de bajo valor[157]. Una característica especial de los mismos, que vale la pena resaltar, se encuentra en su naturaleza meramente privada y, por lo mismo, contractual.

La responsabilidad fundamental para el desarrollo de un buen sistema de pagos de bajo valor, rápido, confiable y seguro descansa en las entidades participantes. La corrección de sus falencias y la adecuada mitigación de los riesgos que les son inherentes se encuentra desarrollada a nivel contractual porque es de interés de los participantes que el sistema sea confiable, usado y ayude a generar negocios, esto es, riqueza. Porque los sistemas de pago asociados a tarjetas de débito y crédito funcionan debidamente, es posible el desarrollo comercial, transaccional y tecnológico que hoy observamos. Los consumidores utilizamos confiadamente los dineros plásticos, realizamos transacciones por internet y cotidianamente dependemos más y más de la banca móvil, porque los problemas son mínimos, se resuelven de manera rápida estableciéndose

156 La distinción entre bancos actuando internacional o multinacionalmente deviene de los primeros trabajos de Richard Dale. Se entiende por bancos actuando internacionalmente aquellos que realizan operaciones financieras o proveen servicios financieros transfronterizos sin tener presencia comercial (establecerse) en el territorio del país donde realizan tales actividades. Los bancos actuando multinacionalmente son aquellos que actúan internacionalmente estableciendo sucursales, filiales u oficinas de representación en los países donde prestan servicios financieros o realizan operaciones financieras. Dale, Richard. *The regulation of international banking*, Cambridge, Woodhead-Faulkner, 1984.

157 Los que usamos cotidianamente cuando consumimos bienes y servicios y que pagamos mediante tarjetas de crédito (Visa, Mastercard, Diners, American Express, etc.) o débito (Cirrus, Maestro, Redcompra, Redbank, etc.), o con transferencias electrónicas por internet y la banca móvil. Estos sistemas de pago se denominan de bajo valor porque cada transacción del usuario, individualmente considerada, corresponde a un valor pequeño, si se compara con las que se realizan en los sistemas de pago de alto valor, que son propios de las bolsas de valores (donde se pagan transacciones de adquisición de valores por montos muy importantes). Ver Bernal, Joaquín. *Payment systems: Design, governance and oversight*, 2013, pp. 189-203.

en los contratos las responsabilidades y procedimientos en caso de reclamos, abusos y realización de actividades criminales que afecten estos sistemas.

Para ello, los participantes en los sistemas de pago cooperan en el establecimiento de estándares, reglas y rutinas relacionadas con la seguridad de las operaciones y el adecuado cumplimiento de las transacciones realizadas a través del sistema[158]. Esta ha sido una práctica privada, se insiste, no solo a nivel doméstico sino a escala internacional. En este sentido, la autorregulación de los mismos es la regla, sin que nadie pueda afirmar que en esta actividad los particulares están asumiendo funciones públicas, o que tales servicios financieros funcionan debidamente por la intervención realizada por el Estado sobre los mismos.

Todas estas actividades son posibles y constitucionalmente válidas precisamente porque el artículo 333 CP así lo permite: la actividad económica y la iniciativa privada son libres, dentro de los límites del bien común.

A nivel internacional, un ejemplo interesante y asombroso de cómo funciona la autorregulación en sectores que no están directamente relacionados con los mercados financieros es la NBA. La asociación nacional de baloncesto de Estados Unidos es capaz de mantener una actividad económica muy rentable, competitiva, innovadora y en paz. La disciplina de jugadores corpulentos, de cabeza caliente, buscando a toda costa figurar, se realiza por medio de la implementación de reglas de conducta que imponen multas tan importantes que desincentivan comportamientos agresivos contra otros jugadores, entrenadores, los árbitros y el público[159].

158 Siendo el tiempo real el estándar deseable. Cuando se paga un café con tarjeta débito, el cargo a la cuenta de ahorros o corriente es inmediato para el consumidor. Es posible que el abono al comerciante tome algún tiempo diferente del tiempo real, que opera para el adquirente del bien o servicio.

159 Vale la pena recordar cómo, en los años noventa, los partidos de baloncesto podían convertirse en campos de batalla entre jugadores de más de dos metros. Si alguien tiene curiosidad, puede utilizar YouTube y buscar, por ejemplo, "las peores peleas en la historia de la NBA". Laimbeer, Malone y Rodman eran legendarios en esos tiempos por su cabeza caliente. Esa clase de comportamientos se han ido desvaneciendo de la NBA, por razón de la autorregulación, en protección del negocio mismo y del espectáculo asociado. Para los aficionados del fútbol, la FIFA podría ser un extraordinario ejemplo también. Infortunadamente, los escándalos asociados a este gran espectáculo inhiben al autor de abordar su análisis como mecanismo exitoso de autorregulación. Nótese cómo la intervención de un Estado poco inmerso en el fútbol (Estados Unidos) reveló al mundo los alcances de la corrupción privada. Así, la FIFA es ejemplo de una actividad privada autorregulada, que necesita control externo estatal porque fácilmente puede desnaturalizarse dada la pasión ciega con que muchos hinchas siguen el fútbol, no siendo capaces de controlar a quienes mueven los hilos del negocio.

De igual manera, existen importantes y diversos sectores de la economía que se autorregulan[160] exitosamente, sin que el Estado les imponga tal exigencia o determine los elementos mínimos que dicha actividad privada debe observar.

2.3. LA AUTORREGULACIÓN ES UNA ACTIVIDAD QUE TIENE PROS Y CONTRAS

Como sucede con todo fenómeno o institución jurídica que se quiera introducir en la regulación pública o utilizar por el sector privado, es necesario considerar sus ventajas y desventajas. A continuación se consideran algunos argumentos en pro y en contra de la autorregulación, que se han esbozado alrededor de diferentes experiencias de implementación de la misma en diversos mercados.

2.3.1. ARGUMENTOS A FAVOR DE LA AUTORREGULACIÓN

2.3.1.1. MEJOR CONOCIMIENTO DE LA REALIDAD REGULADA[161]

En general, se reconoce que "son los operadores de un mercado quienes conocen mejor los problemas de éste y, consiguientemente, los más indicados para ofrecer soluciones a los mismos"[162]. Comoquiera que el productor de bienes o el prestador de servicios conocen mucho mejor el mercado, sus particularidades y relaciones que el regulador público[163], la autorregulación puede producir mejores normas y, por lo mismo, su contenido tiende a concordar

160 Ver la interesante línea de investigación de Cafaggi. Entre otras publicaciones, *Reframing self-regulation in European Private Law*, 2006, y "Crisi della statualità, pluralismo e modelli di autoregolamentazione", *Politica del diritto*, n.° 4, 2001, pp. 543-585.

161 OGUS. "Rethinking Self-regulation", 1995 *Oxford Journal of Legal Studies*, n.° 1, p. 100.

162 Ver RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ. "Concepto, alcance y estructura de la autorregulación en el mercado de valores colombiano", cit., pp. 47-48.

163 Según Gadanis y Jackson, la experiencia técnica que poseen las SRO sobre el funcionamiento del mercado es sin duda incomparable: los negocios fluyen dentro de sus instalaciones, los comerciantes siguen sus propias reglas y su personal dedicado a la regulación se dedica exclusivamente a la supervisión de sus sistemas. En efecto, en un mercado donde el volumen de operaciones está en constante aumento, la tarea de una supervisión día a día de la actividad parece tan intensa y complicada que podría ser mejor dejar que la lleve a cabo la misma

con los propósitos de resguardo del interés público, promovido por las políticas públicas[164]. En tal sentido, se afirma que la autorregulación contribuye al tratamiento de las fallas de mercado, quizás de mejor manera que el Estado mismo[165].

Al establecer mecanismos de autorregulación bien estructurados, los participantes de una determinada industria reconocen que aquellos que estén más familiarizados con las costumbres y prácticas del mercado estarán mejor preparados para crear reglas, aplicarlas y resolver disputas que surgieran con ocasión de dichas reglas.

2.3.1.2. FLEXIBILIDAD Y SIMPLICIDAD OPERATIVA

Los mecanismos de autorregulación no están sujetos a la observancia de los rígidos trámites y formalidades característicos de los procedimientos legislativos y administrativos estatales[166]. Lo anterior se explica porque los operadores se proponen reglas concebidas para que el mercado funcione de una manera más eficiente[167], tratando de evitar con esto la intervención estatal[168].

---

industria. GADINIS, STAVROS y JACKSON, HOWELL E. "Markets as regulators: A survey", *Southern California Law Review*, vol. 80, 1239, p. 12.

164 AYRES, IAN y BRAITHWAITE, JOHN. *Responsive regulation transcending the deregulation debate*, Oxford University Press, 1992, pp. 3-18.

165 En ese sentido, CASTAÑO GUTIÉRREZ, JORGE, "Autorregulación y autorregulador: cómo el autorregulador contribuye a la construcción de un marco institucional eficiente en el mercado de valores colombiano", en BAQUERO y BLANCO (eds.). *Cinco años de la Ley 964 de 2005: ¿se están cumpliendo los objetivos?*, Bogotá, Universidad Externado de Colombia, 2011, p. 131; BARTLE, IAN y VASS, PETER. *Self-regulation and the regulatory State. A survey of policy and practice*, Center for the Study of Regulated Industries, Research Report n.° 17, 2005.

166 Ver RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ. "Concepto, alcance y estructura de la autorregulación en el mercado de valores colombiano", cit., pp. 47-48.

167 Ver WELLONS, PHILIP A. "Prototypes of securities regulation for Africa: Key issues", CAER II, Harvard Institute for International Development, Discussion Paper n.° 47, August 1999, p. 49; PITOFSKY, ROBERT. "*Self-regulation and antitrust*", speech given at the DC Bar Association Symposium, Washington, D.C., 18 February 1998, disponible en: http://www.ftc.gov/speeches/pitofsky/self4.shtm Última visita: 30/12/2017.

168 STREECK y SCHMITTER. "Community, market, State - and Associations? The prospective contribution of interest governance to social order", en STREECK y SCHMITTER (eds.), *Private interest Government: Beyond market and State*, London, Sage, 1985, pp. 22-25.

2.3.1.3. DA LAS POSIBILIDADES DE RETROACCIÓN

Fiorenza y Nardone han expuesto esta característica de la autorregulación, autores para quienes "cada aprendizaje comporta una retroacción. Los diversos contextos del aprendizaje y de cambio están interesados en alterar o fijar la retroacción. El ejemplo clásico es el del termostato: cuando la temperatura supera los límites de un termostato calibrado, la caldera se apaga o se enciende volviendo a mantener el equilibrio. El sistema, por tanto, controla automáticamente su propio funcionamiento y se dice que es autocorrectivo"[169].

Así, los mecanismos privados son capaces de regular estimulando o conteniendo las conductas o comportamientos que sean necesarios para estimular la actividad productiva y la provisión adecuada de bienes y servicios.

2.3.1.4. IMPACTO FAVORABLE EN LA REPUTACIÓN DE LOS PROVEEDORES

La autorregulación busca ofrecer bienes y servicios de buena calidad, lo cual constituye un activo económico que los proveedores deben buscar construir y promover ante los consumidores[170]. La reputación alcanzada cuando se percibe desde el consumidor que existen estándares de protección adecuada y que el proveedor se comporta de manera profesional y justa es una de las consecuencias positivas y creadoras de valor de la autorregulación.

2.3.1.5. REDUCCIÓN DE COSTOS[171]

La autorregulación reduce los costos de la siguiente manera:

a. Menores costes de información (que representan la mayor parte de los costes inherentes a los procesos de formación e interpretación normativa

---

169 FIORENZA, ANDREA y NARDONE, GIORGIO. *La intervención estratégica en los contextos educativos*, Herder, p. 39.

170 Ver RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ. "Concepto, alcance y estructura de la autorregulación en el mercado de valores colombiano", cit., p. 57.

171 CUENCA MIRANDA, JOSÉ MANUEL. "Autorregulación y mercados financieros", *ICE Sistema Financiero: Tendencias y Novedades*, agosto-septiembre de 2001, n.° 801, p. 123.

pública)[172], como consecuencia del mejor conocimiento por parte de los organismos de autorregulación de la materia regulada[173].

b. Según Bartle y Vass, la autorregulación también podría disminuir los costos para el Estado, por ejemplo, de la supervisión, control y sanción. Si es eficaz, la autorregulación reduciría la necesidad de regulación pública y, por lo tanto, los costos asociados a tal actividad, sin debilitar la protección del consumidor. Esto, señalan, podría dar lugar a que los grupos de consumidores jueguen un papel más importante que el mismo regulador público en exigir apropiadas cuentas a las compañías respecto de sus comportamientos[174].

c. Menores costos en la modificación de normas. Los mismos ocurren debido a la mayor flexibilidad que es propia de los procedimientos normativos de los organismos de autorregulación[175]. En el sector privado no existen tantas instancias como en la regulación estatal[176]. Así, "al encontrarse el mercado libre de la supervisión del ente gubernamental los organismos de autorregulación tienen la posibilidad de adaptarse rápidamente al cambio y, consecuencia de ello, crear normativas más apropiadas de una forma más eficiente"[177].

d. Menores costes de relación entre los participantes del mercado y el regulador privado, por cuanto tales relaciones están presididas por la confianza

172 Taskforce on Industry Self-Regulation. *Report on the industry self-regulation in consumer markets*, Commonwealth of Australia 2000.

173 Ver, en ese sentido, CARSON, JOHN. "Self-regulation in securities markets", Policy Research Working Paper 5542, The World Bank, Financial and Private Sector Development, Global Capital Markets Department, Securities Markets Group, January 2011.

174 BARTLE y VASS. *Self-regulation and the regulatory State. A survey of policy and practice*, cit. Ver también GADINIS, STAVROS. *The top priority of SEC enforcement? Evidence from actions against broker-dealers*, HUP y John M. Olin Center for Law, Economics, and Business Fellows, Discussion Paper Series in Investor Protection, Discussion Paper n.° 27, 1/2009.

175 Ver RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ. *Concepto, alcance y estructura de la autorregulación en el mercado de valores colombiano*, cit. Ver también DE MINICO, GIOVANNA. "A hard look at self-regulation in U.K.", *European Business Law Review*, n.° 1/ 2006.

176 United Nations Conference on Trade and Development. *Expert meeting on the trade and development implications of exchanges*, 3 September 2007, "Model for effective self-regulation", The International Organization of Securities Commissions (IOSCO). *Financial services and commodity exchanges (part 1) item 3: Trade and development implications of commodity.*

177 Ver RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ. *Concepto, alcance y estructura de la autorregulación en el mercado de valores colombiano*, cit., p. 51. Ver LUNDBLAD, NICKLAS y KIEFER, ANNA. "The economic efficiency of self-regulation: Two case studies", 17th BILETA Annual Conference, Free University, Amsterdam (5-6 April 2002), disponible en: www.bileta.ac.uk/pages/Conference%20Papers.aspx

mutua y contratos privados convenidos por las partes. (Desde esta perspectiva, las relaciones de los privados con los reguladores estatales están contaminadas por recelo y sospecha)[178].

2.3.1.6. PERMITE CREAR VALOR

Todo agente económico individual o colectivo crea valor al ofrecer a sus clientes sus servicios bajo el gobierno de reglas de autodisciplina. Quienes se dedican a las actividades de intermediación de bienes y al ofrecimiento de servicios de manera profesional entienden que existen imperfecciones que dañan al mercado, bien sea por imprudencia, impericia o dolo de sus operadores, administradores o de los mismos intermediarios.

En este orden de ideas, la autorregulación se fundamenta en la necesidad de crear y mantener mercados que generen confianza y seguridad a los consumidores, resultando esta actividad privada en creadora *per se* de valor.

2.3.1.7. EVITA EL RIESGO MORAL CREADO POR LA INTERVENCIÓN ESTATAL

Cuando los Estados intervienen la actividad privada por medio de normas de diversa naturaleza pueden generar incentivos o comportamientos en los proveedores de bienes y servicios que, en cumplimiento de los lineamientos establecidos en las normas públicas, pueden no guardar consonancia con la eficiencia del mercado. Así, en vez de contar con una administración proactiva, innovadora y eficiente, la actuación de las entidades fiscalizadas puede reducirse al mero cumplimiento de normas estatales que no siempre producen los resultados queridos pero que, sin embargo, deben aplicarse en vista de su naturaleza coactiva.

En tal sentido, la autorregulación, dado su carácter privado y auto interesado, evita los problemas de riesgo moral que son propios de la intervención del Estado en las actividades privadas.

178 Ibíd., basado en "Report of the Taskforce on Industry Self-Regulation, Industry Self-Regulation in Consumer Markets, Commonwealth of Australia", agosto de 2000, disponible en: http://www.treasury.gov.au/documents/1131/PDF/final_report.pdf

2.3.1.8. ES UNA ACTIVIDAD FAVORABLE PARA EL MERCADO DE VALORES, DE ACUERDO CON LOS REGULADORES INTERNACIONALES (IOSCO)

De acuerdo con IOSCO[179], la autorregulación en el mercado de valores es un complemento valioso para los reguladores y supervisores estatales porque: 1. Puede requerir la observancia de normas éticas que vayan más allá de la regulación gubernamental; 2. Puede ordenar la entrega de información de manera más rápida que la autoridad pública; 3. Puede ofrecer un conocimiento y experiencia considerables respecto a la operativa y las prácticas del mercado; 4. Puede responder a las condiciones cambiantes del mercado con más rapidez y flexibilidad que la autoridad pública; finalmente, 5. Puede obtener y mantener una infraestructura tecnológica mejor que la del supervisor estatal, adquiriéndola sin hacer uso de recursos públicos provenientes de impuestos o emisión de títulos de deuda pública.

2.3.2. ARGUMENTOS EN CONTRA DE LA AUTORREGULACIÓN

2.3.2.1. FALTA DE LEGITIMIDAD DEMOCRÁTICA

La falta de legitimidad democrática es uno de los principales reproches que se predican de la autorregulación,

> ... la cual se considera desde esta perspectiva bien una manifestación más de la apropiación del poder político por grupos sociales no elegidos democráticamente ni sujetos a responsabilidad por las posibles desviaciones en el ejercicio de ese poder, bien una forma moderna de corporativismo, ligada a la vieja noción del "derecho de clase" anatematizada por los postulados ideológicos de la revolución francesa[180].

Así, "la regulación pública es siempre preferible a la autorregulación, porque en esta última el riesgo de la 'captura del regulador por el regulado' (que se

179 Ver International Organization of Securities Commissions. *Methodology for assessing implementation of the IOSCO objectives and principles of securities regulation*, cit.

180 Ver RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ. *Concepto, alcance y estructura de la autorregulación en el mercado de valores colombiano*, cit., pp. 52-54.

produce cuando algún participante se erige en la principal fuente de información y polo de relación del regulador, adquiriendo con ello la capacidad de influir en sus decisiones) es mucho mayor"[181].

Sin embargo, esta crítica se hace menos fuerte o no tiene en verdad efectos cuando se trata de un modelo de autorregulación puro. Lo anterior por cuanto, al no existir imposición estatal ni un mecanismo de delegación de funciones públicas en los privados, cualquier iniciativa voluntaria provendrá de las partes siempre y, por lo mismo, no se requiere de representación. Los modelos de autorregulación obligatoria que ordenan, incluso, la introducción o creación de instituciones o entidades autorregulatorias por parte de los privados son objeto de las más arduas críticas desde esta perspectiva[182].

2.3.2.2. NATURALEZA ANTICOMPETITIVA

La búsqueda de rentas y la maximización de beneficios pueden ser las reglas que orienten la actuación de los operadores. Así, se genera el riesgo de que los organismos de autorregulación actúen guiados simplemente por los intereses individuales de sus miembros y en contra del interés general[183].

Para Bartle y Vass[184], las críticas a la autorregulación están conectadas a sus debilidades, siendo una de las más importantes que la misma podría dar lugar a la colusión y el comportamiento contrario a la competencia. Otra desventaja, señalan, es que no todos los miembros de un esquema de autorregulación sectorial pueden suscribirse a las normas reguladoras y el público puede no ser consciente de esto.

181 Ibíd., p. 54. Bartle y Vass señalan que otra debilidad de la autorregulación consiste en la posibilidad de "captura del regulador", que implica el control de la regulación por parte de ciertos grupos de interés que no persiguen el interés público. Los procesos de autorregulación, entonces, podrían ser culminados con poca participación de otros intereses externos al proceso y, además, poca rendición de cuentas a través de procesos políticos democráticos. Ver BARTLE y VASS. *Self-regulation and the regulatory State. A survey of policy and practice*, cit.

182 Para las diversas maneras como se pueden establecer mecanismos de autorregulación que solucionen el problema de falta de legitimidad, ver WALSH, JOHN H. "Right the first time: Regulation, quality, and preventive compliance in the securities industry", 1997 *Colum. Bus. L. Rev.* 165.

183 Ver RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ. *Concepto, alcance y estructura de la autorregulación en el mercado de valores colombiano*, cit., p. 55.

184 Ver BARTLE y VASS. *Self-regulation and the regulatory State. A survey of policy and practice*, cit.

2.3.2.3. INEFICACIA

Otro de los problemas que se ha identificado con la actividad de la autorregulación es "su incapacidad o ineficacia al momento de supervisar o monitorear el cumplimiento de sus normas, así como la falta de capacidad para imponer sanciones ejemplarizantes"[185]. Se le tilda de ser "suave" y de no poder alcanzar sus objetivos[186], porque está tomada por la industria misma.

2.3.2.4. OPACIDAD

Los esquemas de autorregulación han probado su opacidad cuando la actividad en donde se desarrolla es global y económicamente poderosa. Nos referíamos en párrafos anteriores a la FIFA, como ente privado, autorregulado, cuya falta de transparencia en el manejo de sus recursos es un hecho globalmente notorio y bochornoso.

2.3.2.5. ES UNA ACTIVIDAD QUE PUEDE SER MANIPULABLE POR LA INDUSTRIA

Los mecanismos de autorregulación cuando no son bien estructurados e implementados son altamente manipulables por la industria. Repárese, por ejemplo, en la manera como se escogen sus miembros, especialmente en los comités que producen normas y, en particular, los que tienen capacidad sancionatoria. Estos grupos pueden no contar con miembros independientes de la industria o, contando con estos, su presencia puede ser tan minoritaria como para hacer nugatorio cualquier esfuerzo por evitar la manipulación y la conservación de los intereses de los miembros más influyentes. Usualmente, cuando las conductas desplegadas por las instituciones o sus administradores son difíciles de demostrar y acarrearían sanciones como la expulsión de la institución de la bolsa, el esquema de autorregulación muestra toda su debilidad[187].

185 Ibíd.

186 Ibíd.

187 En Chile, el caso *Cascadas* es paradigmático. La Superintendencia de Valores y Seguros sancionó a la mayor corredora del país por manipulación de precios. Esa infracción, de acuerdo con la Ley del Mercado de Valores, conlleva la expulsión de la bolsa de valores. Sin embargo, el comité de ética de la Bolsa de Comercio de Santiago emitió un comunicado argumentando que el Estado había actuado y que cualquier otra sanción que se impusiera al respecto violaría el principio jurídico del *non bis in idem*. Si bien la sanción en el momento de escribir este capítulo se encuentra en revisión en sede judicial, es de esperarse, en caso de que se confirme la multa, que la Bolsa de Comercio de Santiago cumpla la ley.

2.3.2.6. PROCURA LA DEFENSA DE LA INDUSTRIA Y NO OBJETIVOS SOCIALES MÁS AMPLIOS

Tal como señalábamos en acápites anteriores, si bien la autorregulación es creadora de valor, esta actividad no es neutra: persigue objetivos que buscan privilegiar intereses económicos privados lícitos. En tal sentido, es defensora de la industria y no de objetivos sociales más amplios, como los que debe procurar el Estado en su intervención, máxime si se trata de un Estado social de derecho.

2.3.2.7. ACUMULACIÓN DE PODERES

Cuando se trata del Estado, las funciones de regular, fiscalizar y sancionar tienden a separarse. Se critica duramente a las estructuras de intervención estatal cuando una autoridad pública tiene capacidad para crear las normas que luego supervisará, interpretará y sancionará, según el caso[188]. Sin embargo, cuando se trata de las autoridades privadas encargadas de la autorregulación, la acumulación de funciones parece no tener importancia alguna. El autorregulador colombiano, por ejemplo, regula, supervisa, disciplina y certifica a los intermediarios[189].

188 Este fue uno de los argumentos que fundamentó la reforma de la Superintendencia Bancaria después de la Constitución de 1991. Con la Ley 35 de 1993 comenzó una etapa muy radical en la cual la Superintendencia fue muy limitada en su capacidad regulatoria, convirtiéndola en una autoridad de mera fiscalización. En los últimos años esta perspectiva se ha morigerado, entregándole el legislador capacidad a esa autoridad para regular, por ejemplo, asuntos relacionados con las cláusulas abusivas. De hecho, actualmente la Superintendencia cuenta, incluso, con funciones jurisdiccionales.

189 Ver Ley 964 de 2005, cap. segundo, arts. 24 y 34. El recién creado Comité de Autorregulación Financiera de Chile acumula las funciones de regular, fiscalizar y sancionar, así como tendría ciertas facultades de certificación de idoneidad técnica y ética de los participantes, al igual que para resolver diferencias y reclamos. Ver Ley 21.000, art. 72. En Perú, la Ley del Mercado de Valores, en su artículo 131, confiere funciones de regulación, supervisión y sanción a la bolsa de valores. Sin embargo, deja abierta la opción para la existencia de un organismo de autorregulación fuera de esa institución.

2.3.2.8. PUEDE RESULTAR "CAPTURADA" POR EL ESTADO

Los contenidos de la regulación y las funciones de la autorregulación pueden tener puntos comunes con la actividad que desarrollan las autoridades en el mercado de valores. Por ello, la cooperación entre autoridades y privadas es conveniente. Y la misma se institucionaliza a través de memorandos de entendimiento[190].

Sin embargo, cuando las autoridades de autorregulación están sujetas a esquemas de fiscalización estatal[191] y sus funciones se traslapan con las señaladas por la ley a la autoridad es probable que, mediante el ejercicio de la supervisión estatal, las autoridades privadas se conviertan en instituciones paraestatales: su función regulatoria deviene casi que inexistente o nugatoria porque sus contenidos no superan los requerimientos señalados por el Estado en su regulación. De igual manera, la función fiscalizadora se convierte en la tarea de primera línea del autorregulador[192] y, entonces, asuntos fundamentales pueden quedar capturados por el extraordinario poder que los grupos de interés ejercen en estos mercados, de tal suerte que cuando sea preciso intervenir, como en el caso de Interbolsa en Colombia, ya sea demasiado tarde.

Así, se pueden generar vacíos, contradicciones y carencia de acción cuando la autorregulación, en un esquema mal diseñado, se somete al control estatal y

---

190 En Colombia se pactó un memorando de entendimiento entre la Superintendencia Financiera y el autorregulador del mercado de valores, vigente por una década. Este MoU resultó ser insuficiente cuando vinieron los problemas de envergadura, como el caso de Interbolsa. Al establecer la Ley 964 de 2005 un esquema que encadenó la actividad privada de la autorregulación al control del Estado, sometiendo al AMV a los requerimientos de la autoridad estatal, el memorando en realidad derivó en una ilegal delegación de funciones públicas (aunque en su contenido advirtiera formalmente que no lo era), en una dependencia de la autoridad pública respecto de lo realizado por la autoridad privada, así como en un control exacerbado, por parte el Estado, de las actividades regulatorias del autorregulador. Cuando las normas de la autorregulación no son diferentes de las estatales el esquema no tiene sentido.

191 Como es el caso en Colombia, Perú y Chile, de acuerdo con las normas vigentes a la fecha en cada uno de estos países.

192 El primer memorando de entendimiento entre la Superintendencia Financiera y el autorregulador colombiano señalaba que en materia de reglas de conducta el AMV era el supervisor de primera línea. Es decir, la Superintendencia tendría una tarea residual. ¡Como si la función constitucional del Presidente de la República que por este le fuera delegada a la Superintendencia pudiese dejar de realizarse porque los privados (objeto de la supervisión pública) se han encargado de la misma!

el autorregulador y la autoridad pública cooperan mediante memorandos de entendimiento mal diseñados.

2.4. LA AUTORREGULACIÓN ES UNA PRÁCTICA DE MERCADO DE VALORES RECONOCIDA COMO TAL INTERNACIONALMENTE, Y UN ESQUEMA DE LA MISMA ES RECOGIDO EN LOS PRINCIPIOS DE IOSCO

Como se indicaba en la sección anterior, la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV/IOSCO) es un organismo integrado por reguladores y supervisores de mercados de valores a nivel global[193], del que la Superintendencia Financiera de Colombia hace parte[194]. El documento que contiene los "Objetivos y principios de regulación del mercado de valores"[195], igualmente reseñado en la primera sección, describe en el "principio" 9 algunas reglas relacionadas con la autorregulación.

Debe resaltarse al respecto que la regla está diseñada para aquellas estructuras estatales de intervención en los mercados de valores que hacen uso de instituciones autorreguladoras privadas para el cumplimiento de los objetivos públicos. No se refieren estos principios, entonces, a los requisitos mínimos que deban cumplir todos los esquemas de autorregulación privada.

Así, bajo este modelo de autorregulación[196]: 1. Las entidades autorreguladoras (EAR) deben estar sujetas a la supervisión del regulador, y 2. Cuando las EAR ejerzan poderes y responsabilidades que les hayan sido delegadas, observarán normas de justicia y confidencialidad.

La manera como de introducir el sistema de autorregulación de los mercados de valores en un país es crucial. La última década en Colombia es un período adecuado para examinar, con toda la crudeza de la realidad, si el esquema ha

---

193 Para mayor información sobre IOSCO, ver: http://www.iosco.org

194 Así como la gran mayoría de reguladores y supervisores de la región.

195 Ver International Organization of Securities Commissions. *Objectives and Principles of Securities Regulation*, May 2017, disponible en: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf Última visita: 10/01/2018; en concordancia con International Organization of Securities Commissions. *Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation*, May 2017, disponible en: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD562.pdf Última visita: 10/01/2018.

196 De acuerdo con la categorización presentada por Rodriguez, correspondería a los esquemas 2 y 3. Ver Rodríguez Fernández. *Concepto, alcance y estructura de la autorregulación en el mercado de valores colombiano*, cit., p. 55.

sido introducido de la forma correcta. Para ello y por razón de espacio, baste con introducir algunas inquietudes para que personas más autorizadas y agudas que el autor de este escrito puedan profundizar en futuras investigaciones y, lo más importante, para que se siga construyendo contractual y normativamente un mejor modelo de autorregulación en la región.

Siendo la autorregulación una actividad privada, ¿debe un Estado interventor como el colombiano obligar a los partícipes del mercado de valores a autorregularse? Cuando se introdujo la Ley 964 de 2005, ya llamaba la atención la contradicción existente entre sus artículos 3, letra h, y 25: dicho de manera simple, en Colombia hay una actividad en el mercado de valores ¡que es voluntariamente obligada! Quizás hubiese sido preferible, en consonancia con una técnica legislativa apropiada, por ejemplo, señalar algunos elementos mínimos que deberían estar presentes en los esquemas de autorregulación, en caso de que los particulares envueltos en actividades de intermediación optaran por autorregularse.

¿Es jurídicamente viable que las funciones fiscalizadoras de orden constitucional del Presidente de la República, que este ejerce con base en la ley, y válidamente delega en las superintendencias como entidades públicas del orden nacional, puedan a su vez delegarse por el delegado a entidades privadas a través de acuerdos denominados memorandos de entendimiento? ¿No debería directamente el legislador autorizar al constitucionalmente competente para delegar sus funciones a entidades privadas?

¿Se desnaturaliza la autorregulación cuando la misma se somete a la supervisión estatal? No debe perderse de vista que la autorregulación en un mercado competitivo debe aumentar la confianza de los participantes y propiciar un ambiente de negocios en el que locales y extranjeros quieran participar.

¿Cumple la autorregulación del mercado de valores la misma finalidad que la intervención del Estado en tales mercados? Si no es así, ¿debería el Estado confiar su función pública en este tipo de organizaciones?

SÍNTESIS Y CONCLUSIONES

En este capítulo se ha abordado el tema de la intervención del Estado en el mercado de valores, buscando su fundamento desde diversas perspectivas. La primera, acudiendo a los objetivos propuestos por los reguladores y supervisores de dichos mercados, asociados en IOSCO. La respuesta pragmática que contienen esos estándares internacionales se presenta sin ninguna clase de fundamentación teórica. Así, tanto los países miembros de IOSCO como los agentes actuantes en sus mercados de valores y los consumidores de los bienes y servicios financieros que en estos se ofrecen, deben aceptar *a priori* tales estándares, implementando dogmáticamente los contenidos de tales documentos, asumiéndolos de entrada como válidos.

¿Por qué los objetivos de la intervención del Estado deben ser los tres propuestos por IOSCO y en el mismo orden sugerido por esa institución? Al no encontrar respuestas suficientes en los documentos publicados por tal *standard setter* recurrimos a la legislación doméstica, basándonos en el análisis de la regulación colombiana comparándola con los países que crearon el MILA, esto es, Chile y Perú. Se evidenció que la regulación presenta respuestas diversas. No existe una propuesta clara en los marcos normativos existentes. Los mismos dependen del modelo de Estado estructurado en la constitución política local, en la cultura jurídica desarrollada en cada país, y de las prácticas negociales presentes en cada mercado.

En el caso colombiano se analiza la importante confusión conceptual existente en el marco constitucional y se resalta la obsesión del legislador local por la protección de los recursos captados del público. Esta noción, propia de los mercados de crédito, no es suficiente para justificar la intervención del Estado en los mercados de valores. Por ello, se considera inadecuada y confusa.

Igual falta de claridad y coherencia conceptual se evidencia con el uso dado al concepto de interés público por la Carta Política colombiana, al considerar que las actividades financieras son de interés público y, por lo mismo, deben ser intervenidas especialmente por el Estado. En las constituciones de Chile y Perú no se recurre a un concepto tan complejo y extenso como este de interés público. Sin embargo, en esos países se intervienen sustancialmente los mercados financieros. ¿Es necesario recurrir al concepto de interés público para intervenir los mercados de valores? No. Es una categoría inútil. Es tan amplia que cualquier cosa puede hacer parte de su contenido indeterminado. Sin embargo, la Corte Constitucional colombiana, en diversas sentencias, ha desarrollado una corriente de pensamiento interesante, que se retoma en este documento: el concepto de interés público debe asociarse al programa social establecido en la Constitución. Este es el contenido que debe guiar y, por lo mismo, acotar el entendimiento de este concepto aplicado a las actividades del mercado de valores.

Así, la intervención del Estado colombiano en el mercado de valores tiene una connotación distinta de la orientación existente en Perú y del principio de subsidiariedad, acogido en la regulación chilena.

Si bien las teorías jurídicas parecen no ser suficientes para dar una respuesta clara, simple y contundente a la justificación de la intervención de los Estados en los mercados financieros, se recurre a las teorías económicas. Son diversas. Han sufrido transformaciones con las diversas crisis económicas evidenciadas en las últimas cuatro décadas. La corrección de las fallas del mercado no ha sido del todo exitosa. Existen también fallas en los gobiernos. Y toda la infraestructura de intervención está sujeta a constantes cambios y revisiones. Todo parece terminar en el mismo pragmatismo con el que comenzó.

No obstante la dificultad para encontrar respuestas permanentes que determinen con cierta certeza y en el largo plazo por qué los Estados deben intervenir en los mercados de valores, y expliquen con suficiencia las herramientas que deben utilizarse para cada caso, estamos viviendo una época de extraordinarios cambios propiciados por los cambios tecnológicos. La revolución FinTech parece proponer revisar todo de nuevo.

Qué buen momento, entonces, para retomar el tema y, quizás, responder las inquietudes que este capítulo buscó revisar, con ojos renovados.

En la segunda sección se desarrolló la intervención privada de los mercados de valores, proponiendo que existen diversas maneras de entender la autorregulación, así como variados modelos para implementarla. Se ha propuesto como argumento principal que la autorregulación no necesariamente busca los mismos objetivos que el Estado. Por eso, cuando los esquemas que se diseñan en cada país vuelven obligatoria una actividad que naturalmente no lo es, así como la convierten en una herramienta "útil" para la intervención pública, se desnaturaliza y, por lo mismo el esquema hace crisis, como parece demostrarse en los primeros diez años del esquema de autorregulación en Colombia. Sin embargo, debe reconocerse que esta es solo una observación intuitiva que merece mayor profundización en próximas investigaciones.

Los esquemas de autorregulación en los mercados de valores de la región, por fuera de los comités éticos de las bolsas, están en su primera infancia (Colombia) o hasta ahora comienzan a aflorar (Chile recientemente). Por eso, es preciso hacer seguimiento de sus desarrollos y, desde la academia y la industria, aportar elementos para perfeccionarlo y adaptarlo a las necesidades de la región. Porque es posible que nuestra realidad no concuerde del todo con el ideario pragmático propuesto por IOSCO.

REFERENCIAS

FUENTES PRIMARIAS

COLOMBIA

Circular Básica Contable y Financiera de la Superintendencia Financiera de Colombia.

Circular Básica Jurídica de la Superintendencia Financiera de Colombia.

Código de Comercio de Colombia, art. 1394.

Constitución Política (1991).

Decreto 2555 de 2010 o Decreto Único.

Ley 100 de 1993.

Ley 45 de 1990.

Ley 964 de 2005.

Resolución 10 de 1980 de la Junta Monetaria.

CHILE

Constitución Política.

Ley 21.000.

Ley del Mercado de Valores de Chile (Ley 18.045).

Ley General de Bancos.

PERÚ

Constitución Política.

Decreto Ley 26126 de 1992.

Ley del Mercado de Valores de Perú (Decreto Legislativo 861).

SENTENCIAS DE LA CORTE CONSTITUCIONAL COLOMBIANA

C-398 de 1995, exp. D-865, M.P.: José Gregorio Hernández Galindo.

C-232 de 1997.

C-233 de 1997, exp. D-1488, M.P.: Fabio Morón Díaz.

C-616 de 2001, exp. D-3279, M.P.: Rodrigo Escobar Gil.

C-936 de 2003, exp. D-4468, M.P.: Eduardo Montealegre Lynett.

C-406 de 2004 exp. D-4874, M.P.: Clara Inés Vargas Hernández.

C-205 de 2005, exp. D-5381, M.P.: Jaime Córdoba Triviño.

C-860 de 2006, exp. D-6235, M.P.: Humberto Sierra Porto.

C-692 de 2007, exp. D-6572, M.P.: Rodrigo Escobar Gil.

C-172 de 2009, exp. RE-143, M.P.: Cristina Pardo Schlesinger.

C-409 de 2009.

C-640 de 2010.

C-640 de 2012, exp. OG-139, M.P.: María Victoria Calle Correa.

SU-166 de 1999, exp. T-155.044, M.P.: Alejandro Martínez Caballero.

T-411 de 1992, exp. T-785, M.P.: Alejandro Martínez Caballero.

T-240 de 1993, exp. T-9665, M.P.: Eduardo Cifuentes Muñoz.

T-291 de 1994, exp. T-30517, M.P.: Eduardo Cifuentes Muñoz.

T-468 de 2003, exp. T-515421, M.P.: Rodrigo Escobar Gil.

T-763 de 2005.

T-517 de 2006.

T-416 de 2007.

T-268 de 2008.

T-386 de 2012.

T-136 de 2013, exp. T-3.686.439, M.P.: Jorge Iván Palacio Palacio.

T-245 de 2014.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALLEN, FRANKLIN y HERRING, RICHARD. *Banking regulation versus securities market regulation*, The Wharton Financial Institutions Center, University of Pennsylvania, 2001.

ANIF. "Fondos de inversión colectiva en Colombia: evolución y oportunidades", agosto de 2016.

ARIZA MARÍN, EVER LEONEL. *Autorregulación y debido proceso*, Bogotá, Grupo Editorial Ibáñez, 2012.

AYRES, IAN y BRAITHWAITE, JOHN. *Responsive regulation transcending the deregulation debate*, Oxford University Press, 1992.

BAGEHOT, WALTER. *Lombard Street* (1873), UK, Harriman House, 2010.

BAGGOTT, ROB. "Regulatory reform in Britain: The changing face of self-regulation", 1989 *Public Administration* 67.

Bank of England. "Oversight of payment systems", November 2000.

BAQUERO-HERRERA, MAURICIO. "Globalización y derecho financiero: la nueva propuesta del Comité de Basilea relacionada con estándares de supervisión bancaria", CAEI Working Paper n.° 25, junio de 2006.

BARTLE, IAN y VASS, PETER. "Self-regulation and the regulatory State. A survey of policy and practice", Center for The Study of Regulated Industries, Research Report n.° 17, 2005.

BERNAL, JOAQUÍN. *Payment systems: Design, governance and oversight*, 2013.

BID y Finnovista, FinTech. "Innovaciones que no sabías eran de América y el Caribe", 2017, disponible en: https://publications.iadb.org/bitstream/handle/11319/8265/FINTECH-Innovaciones-que-no-sabias-que-eran-de-America-Latina-y-Caribe.pdf?sequence=2&isAllowed=y

BIS/IMF. "Financial stability in emerging market economies. A strategy for the formulation, adoption and implementation of sound principles and practices to strengthen financial systems", Report of the Working Party on Financial Stability in Emerging Market Economies, April 1997.

BLACK, JULIA. "Constitutionalising self-regulation", *The Modern Law Review*, 1996 (MLR 59:1, January).

BLACKROCK. Disponible en: https://www.blackrock.com/cl/vision-de-mercado/investor-pulse/portafolios-chilenos

BOYER, ROBERT. *Teoría de la regulación. Un análisis crítico*, Alfons El Magnánim, Institució Valenciana d'Estudios I Investigació, 1992.

CAFAGGI, F. "Crisi della statualità, pluralismo e modelli di autoregolamentazione", *Politica del diritto*, n.° 4, 2001, pp. 543-585.

CAFAGGI, F. *Reframing self-regulation in European Private Law*, 2006.

CARSON, JOHN. "Self-regulation in securities markets", Policy Research Working Paper 5542, The World Bank, Financial and Private Sector Development, Global Capital Markets Department, Securities Markets Group, January 2011.

CASTAÑO GUTIÉRREZ, JORGE. "Autorregulación y autorregulador: cómo el autorregulador contribuye a la construcción de un marco institucional eficiente en el mercado de valores colombiano", en BAQUERO y BLANCO, *Cinco años de la Ley 964 de 2005: ¿se están cumpliendo los objetivos?*, Universidad Externado de Colombia, 2011.

CFA Institute Centre for Financial Market Integrity. "Self-regulation in today's securities markets outdated system or work in progress?", 2007.

Comité de Basilea. Metodología de los Principios Básicos, 2006.

Comité de Basilea. Principios Básicos para una Supervisión Bancaria Eficaz, 2012.

Committee on Payment and Settlement Systems. Core Principles for Systemically Important Payment Systems, Bank for International Settlement Systems, January 2001.

CUENCA MIRANDA, JOSÉ MANUEL. "Autorregulación y mercados financieros", *ICE Sistema Financiero: Tendencias y Novedades*, agosto-septiembre de 2001, n.° 801.

CUEVAS, HOMERO. "Teoría económica del Estado", en AA.VV., *Teorías jurídicas y económicas del Estado*, Universidad Externado de Colombia, 2002.

DALE, RICHARD. *The regulation of international banking*, Cambridge, Woodhead-Faulkner, 1984.

DAVIES, HOWARD. "Market and regulatory structures in a global environment", speech by the Deputy Governor of the Bank of England, held on 22/2/97 at the Federal Reserve Bank of Atlanta's Financial Markets Conference.

DE MINICO, GIOVANNA. "A hard look at self regulation in U.K.", *European Business Law Review*, 1/2006.

DIAMOND, DOUGLAS W. y DYBVIG, PHILIP H. RUNS. "Deposit insurance, and liquidity", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, vol. 24, n.° 1, Winter 2000, pp. 14-23.

Documento Conpes 3399 de 28 de noviembre de 2005.

DODD, RANDALL. "The Economic Rationale for Financial Market Regulation", Financial Policy Forum Derivatives Study Center, Special Policy Report 12, December 2002.

European Commission, European Parliament and Council of Ministers. "Inter-Institutional Agreement on Better Lawmaking", OJ C 321, 31/12/2003.

European Commission. Consultation Document, "Fintech: A More Competitive and Innovative European Financial Sector", June 2017.

European Parliament Council Commission. Interinstitutional agreement on better lawmaking, 2003/C 321/01.

FIORENZA, ANDREA y NARDONE, GIORGIO. *La intervención estratégica en los contextos educativos*, Herder.

FREIXAS y ROCHET. *Economía bancaria.*

FREIXAS, XAVIER y SANTOMERO, ANTHONY M. "An overall perspective on banking regulation", UPF, Economic and Business Working Paper n.° 664.

FREIXAS, XAVIER, GIANNINI, CURZIO, HOGGARTH, GLENN y SOUSSA, FAROUK. "Lender of last resort: A review of the literature", *Financial crises, contagion, and the lender of last resort: A reader*, Oxford University Press, 2002.

GADINIS, STAVROS y JACKSON, HOWELL E. "Markets as regulators: A survey", *Southern California Law Review*, vol. 80:1239.

GADINIS, STAVROS. "The top priority of SEC Enforcement? Evidence from actions against broker-dealers", HUP - John M. Olin Center for Law, Economics, and Business Fellows' Discussion Paper Series in Investor Protection, Discussion Paper n.° 27, 1/2009.

GOODHART, CHARLES. *Money, information and uncertainty*, The Macmillan Press, 1975.

GOODHART, CHARLES. *The evolution of central banks*, UK, MIT Press, 1988.

HERR, RÜDIGER y PÉDUSEL, WU. "The Federal Reserve as a lender of last resort during the subprime crisis: Successful stabilización without structural changes", Working Paper, Institute for International Political Economy, Berlin, 2016.

IADI. Principios Básicos para Sistemas de Seguro de Depósitos Eficaces, marzo de 2016.

IOSCO. A Resolution of the Presidents' Committee on IOSCO Adoption of the Objectives and Principles of Securities Regulation Passed by the Presidents' Committee, September 1998.

IOSCO. *Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation*, May 2017.

IOSCO. *Objectives and Principles of Securities Regulation*, May 2017.

KINDLEBERGER, CHARLES P. *Pánicos manías y cracs: historia de las crisis financieras*, Ariel, 2012.

LALOR, JOHN (ed.). *Cyclopædia of Political Science, Political Economy, and the Political History of the United States by the Best American and European Writers*, New York, Maynard, Merrill, and Co., 1899.

LLEWELLYN, DAVID. "The economic rationale for financial regulation", FSA Occasional Paper, April 1999.

LÓPEZ ROCA, LUIS FERNANDO. *Principio de la igualdad en la actividad financiera*, Universidad Externado de Colombia, 2012.

LUNDBLAD, NICKLAS y KIEFER, ANNA. "The economic efficiency of self-regulation: Two case studies", 17th BILETA Annual Conference, Free University, Amsterdam, 5-6 April 2002.

NEME VILLARREAL, MARTHA LUCÍA. "Principios, cláusulas generales y estándares como orientadores del sistema jurídico", en AA.VV., *Estudios de derecho civil, en memoria de Fernando Hinestrosa*, 2014.

NICKERSON, DAVID y PHILLIPS, RONNIE J. "Regulating financial markets: Assessing neoclassical and institutional approaches", *Journal of Economic Issues*, vol. XXXVII n.° 2, June 2003.

OFCOM. "Identifying appropriate regulatory solutions: Principles for analysing self- and co-regulation – Statement", 10 December 2008.

OGUS. "Rethinking self-regulation", 1995 *Oxford Journal of Legal Studies*, n.° 1.

PALACIOS MEJÍA, HUGO. "La decadencia del contrato y el sector financiero en la Constitución", en ANIF, *El sector financiero de cara al siglo XXI*, 2002, t. II, pp. 1-73.

PÉREZ SALAZAR, MAURICIO. "El origen del pánico de 2008: la crisis del mercado de crédito hipotecario en Estados Unidos", *Revista de Economía Institucional*, vol. 9, n.° 19, segundo semestre, 2007.

PITOFSKY, ROBERT. "Self-regulation and antitrust", speech given at the DC Bar Association Symposium, Washington, DC, 18 February 1998.

PRICE, M. E. y VERHULST, S. G. "In search of the self: Charting the course of self-regulation on the Internet in a global environment", en C. MARSDEN, *Regulating the global information society*, 2000.

REDDY. "The roadmap for fixed income and derivatives markets", speech by the Governor of the Reserve Bank of India, at the Fixed Income and Money Market & Derivatives Association of Indian and Primary Dealers Association of India, Mumbai, 11 March 2005, BIS Review 17/2005.

RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, MAXIMILIANO. "Concepto, alcance y estructura de la autorregulación en el mercado de valores colombiano", *e-Mercatoria*, vol. 13, n.° 2, julio-diciembre de 2014.

ROSILLO ROJAS, MAURICIO. "Concepto de la autorregulación", *Doctrina del Autorregulación del Mercado de Valores en Colombia 2001-2006*, Corporación Autorregulador del Mercado de Valores y Bolsa de Valores de Colombia, Bogotá, 2007.

SANTOS, JOÃO A. C. "Bank capital regulation in contemporary banking theory: A review of the literature", BIS Working Papers, n.º 90, September 2000.

SCHICH, SEBASTIAN. "Financial crisis: Financial insurance and related financial safety net aspects", *Financial Marketing Trends*, OECD, 2008.

SCHWAB, KLAUS. *The Fourth Industrial Revolution*, 2017.

SEGAL, JILLIAN. Deputy Chair of the Australian Securities and Investments Commission, Speech to the National Institute for Governance Twilight Seminar, Canberra, 8 November 2001.

SHACKLETON, J. R. "UK privatisation – US deregulation", 1985 *Politics*, October.

SIDLEY. *FinTech and Regulatory Sandboxes in the UK*, Hong Kong y Singapore, septiembre de 2017.

STATMAN, MEIR. *Regulating financial markets: Protecting us from ourselves and others*, CFA Institute, 2009.

STIGLITZ, JOSEPH. "Regulación y fallas", *Revista de Economía Institucional*, vol. 12, n.º 23, 2010.

STREECK y SCHMITTER. "Community, market, State - and Associations? The prospective contribution of interest governance to social order", en STREECK y SCHMITTER (eds.), *Private interest government: Beyond market and State*, London, Sage, 1985.

Superintendencia de Pensiones de Chile. Compendio de Pensiones.

Taskforce on Industry Self-Regulation. "Report on the Industry Self-Regulation in Consumer Markets", Commonwealth of Australia, 2000.

Taskforce on Industry Self-Regulation. Report "Industry self-regulation in consumer markets", Commonwealth of Australia, agosto de 2000.

UK FinTech. "Regulating for innovation", speech by Christopher Woolard, FCA Director of Strategy and Competition, delivered at the FCA's event on UK FinTech: Regulating for innovation on 22 February 2016.

United Nations Conference on Trade and Development. Expert meeting on the trade and development implications of exchanges, 3 September 2007, Model for effective self-regulation.

VALENCIA RESTREPO, JORGE. "La Misión Kemmerer y los intereses financieros británicos durante la década de 1920", *Lecturas de Economía*, n.º 24, Medellín, septiembre-diciembre 1987, pp. 9-53.

VAN HEESEN-LACLÉ, ZAYÈNNE D. y MEUWESE, ANNE C. M. "The legal framework for self-regulation in the Netherlands", *Utrecht Law Review*, vol. 3, n.º 2, December 2007.

WALSH, JOHN H. "Right the first time: Regulation, quality, and preventive compliance in the securities industry", 1997 *Colum. Bus. L. Rev.* 165 (1997).

WELLONS, PHILIP A. "Prototypes of securities regulation for Africa: Key issues", CAER II, Harvard Institute for International Development, Discussion Paper n.º 47, August 1999.

PÁGINAS WEB INSTITUCIONALES

Banca de las Oportunidades: http://bancadelasoportunidades.gov.co/es

Bancoldex: https://www.bancoldex.com/portal/default.aspx

CAVALI: http://www.cavali.com.pe

Comisión Nacional Bancaria y de Valores de México: https://www.gob.mx/cnbv

Comisión para el Mercado Financiero de Chile: http://www.svs.cl/portal/principal/605/w3-channel.html

Corfo: https://www.corfo.cl/sites/cpp/home

DCV: https://www.dcv.cl/es/

DECEVAL (BVC): https://www.deceval.com.co/portal/page/portal/Home#

FOGAFIN: https://www.fogafin.gov.co/default

Fondo de Seguro de Depósito (FSD) del Perú: http://www.fsd.org.pe/

IOSCO: https://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco

Mercado Integrado Latinoamericano (MILA): http://www.mercadomila.com/home/

Superintendencia de Banca, Seguros y APF de Perú: http://www.sbs.gob.pe

Superintendencia de Pensiones de Chile: https://www.spensiones.cl/portal/institucional/578/w3-channel.html

Superintendencia del Mercado de Valores del Perú: http://www.smv.gob.pe/index.aspx

Superintendencia Financiera de Colombia: https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/index.jsf

LUIS FERNANDO LÓPEZ ROCA*

Los conceptos de valor y mercado público de valores en el derecho colombiano

En Colombia, el concepto de valor que legalmente sustituyó la noción de "mercado público de valores" centrado en la oferta pública de documentos emitidos en serie o en masa no implicó en realidad la desaparición de la categoría teóricamente sustituida puesto que su estructura sigue descansando sobre la oferta pública. Por otro lado, sobre la base de una inadecuada interpretación de la jurisprudencia constitucional de leyes marco, y en una malentendida protección de la seguridad jurídica, la Superintendencia Financiera –a instancias de parte de la propia industria– sostiene que aunque un instrumento presente las características de un valor, no se considera como valor mientras el Gobierno Nacional no lo califique como tal. Esta interpretación desborda el texto de la ley y constituiría una limitación indebida al derecho general de libertad si ello lleva a no permitir la emisión de estos derechos no calificados, o lo que es peor, si permite que terceros que emiten derechos que de acuerdo con la realidad económica y la Ley 964 son verdaderos "valores", puedan ofrecerlos sin el cumplimiento de los requisitos exigidos para los valores calificados expresamente como tales. Aunque implícitamente la posición de la autoridad de supervisión suponga otra cosa en ciertos casos, en Colombia sigue existiendo el mercado privado de valores, donde afortunadamente es posible emitir valores, muchas veces sin autorización estatal. Con todo, ello no obsta para que la regulación deba aclarar ciertos puntos y eliminar tratamientos

---

* Doctor en Derecho (*summa cum laude*) de la Universidad Externado de Colombia, especialista en Derecho Público Económico de la Universidad de los Andes, en Derecho Comercial de la Universidad Externado de Colombia y en Derecho Financiero de la Universidad de los Andes, abogado de la Universidad Externado de Colombia. Actualmente es conjuez de la Corte Constitucional. Ha sido conjuez del Consejo de Estado (Sección Tercera), superintendente de Valores, superintendente delegado para establecimientos de crédito de la Superintendencia Bancaria (hoy Superintendencia Financiera), superintendente delegado para instituciones financieras, presidente de la Asociación de Compañías de Financiamiento Comercial de Colombia (AFIC), director del Departamento de Derecho Financiero y Bursátil de la Universidad Externado de Colombia y de la maestría y la especialización en Derecho Financiero y Bursátil de la misma. Profesor ordinario de la Universidad Externado de Colombia; ha sido profesor de la especialización en Derecho Financiero de la Universidad de los Andes y de la Universidad del Rosario, así como de la especialización en Derecho Comercial de la Universidad Javeriana. Se ha desempeñado como asesor en el sector financiero, del mercado de capitales y el mercado bursátil, al igual que asesor en derecho administrativo y comercial, especialmente en materia contractual, concursal y en fusiones y adquisiciones. Socio de la firma López Montealegre & Asociados Abogados.

diferenciales injustificados. Esta posición riñe con el modelo vigente en uno de los países más desarrollados en la materia, el modelo estadounidense de valores –*securities*–, donde claramente se le confiere al Estado –entre otras la SEC y las cortes– la posibilidad de considerar que un instrumento sea "valor" dependiendo de su realidad económica, y del hecho básico de que el propietario del derecho dependa de los esfuerzos de terceros para la obtención de la rentabilidad o utilidad esperada. Está lejos este modelo de limitar la calificación de valor a un cartabón exhaustivo de instrumentos, como lo pretende la exégesis oficial en Colombia.

I. EL CONCEPTO DE "VALOR" EN OTRAS LEGISLACIONES[1]

Estados Unidos es quizás el país en el cual el concepto de valor –*security*– ha tenido más importancia y ha sufrido más modificaciones a lo largo del siglo XX y de lo corrido del presente. La legislación y la jurisprudencia estadounidenses se han encargado de enriquecer los criterios para establecer aquello que es y no es valor. El resultado, sin embargo, no es positivo desde la óptica de la claridad, como lo veremos con algún nivel de detalle enseguida, a tal punto que una equivocación en la determinación de si un instrumento es o no valor puede tener graves efectos, incluida la responsabilidad del abogado asesor[2]. Es esta una solución que se encuentra en las antípodas del caso colombiano, en donde las autoridades tienen la tesis de que solamente aquello que la ley (ley o decretos) califica como valor tendrá esa condición[3].

En este acápite no pretendemos hacer una explicación detallada del sistema estadounidense de valores, sino, simplemente, mostrar en líneas generales un esquema diferente al colombiano, del cual este último ha bebido en lo que toca con aspectos centrales tales como el enfoque de la "divulgación plena de información". Y por tratarse de un sistema con amplísimos desarrollos regulatorios, solamente comparables al desarrollo de su mercado de capitales.

Igualmente, haremos una breve referencia al caso español, en razón a que su legislación recoge, en lo sustancial en este caso, el estado del arte de la Unión Europea, amén de sus semejanzas con la legislación colombiana en materia de valores.

1.1. LA DEFINICIÓN LEGAL

La Ley de Valores (*Securities Act* S2 (a) (1)) y la Ley de Bolsas de Valores (*Exchange Act* S3 (a) (10)) definen aquello que debe entenderse por "valor". Para esto combinan dos criterios. De un lado, existe una lista de instrumentos específicos, pero que no es exhaustiva, y que según los autores constituye la parte clara y, por lo tanto, fácil del tema: acciones en general, bonos, *debentures*, pagarés, acciones transferibles. Del otro, se encuentran términos genéricos cuyos márgenes semánticos no son precisos y dentro de los cuales caben distintas categorías de valores (*evidencia de deuda*, contratos de inversión y certificados de participación en contratos de beneficio compartido). Pese a lo anterior, si un determinado instrumento *prima facie* se encuentra dentro de los márgenes semánticos de lo que sería un valor, la ley permite no considerarlo como tal cuando "el contexto indique lo contrario" ("*the context otherwise requires*"). Empero, también puede darse el caso de que un instrumento que tradicionalmente, dadas sus características, no sería considerado valor *prima facie*, pueda terminar siendo considerado como tal. Sin embargo, no es del caso profundizar por ahora en este aspecto.

1.2. LOS CONCEPTOS ECONÓMICOS QUE SUBYACEN A LA CALIFICACIÓN DE VALOR

Como lo ha explicado la doctrina estadounidense, existen dos conceptos económicos que subyacen a la preocupación de un inversionista en valores[4]: a) de un lado, los llamados problemas o costos de *agencia*[5] existentes entre mandante

---

1 Estas referencias, meramente descriptivas y que aluden al sistema de valores estadounidense, se basan en las obras cimeras de COX, JAMES D., ROBERT W. HILLMAN y DONALD C. LANGEVOORT, *Securities regulation*, Wolters Kluwer Law and Business, 2009 y de LOSS, LOUIS, JOEL SELIGMAN y TROY PAREDES. *Fundamentals of securities regulation*, Wolter Kluwers, Law and Business, 2009.

2 *Wartzman v. Hightower Productions, Ltd.*, 53 Md. App. 656 (1983), citado por PALMITER R., ALAN. *Securities Regulation*, 5.ª ed., Wolters Kluwer, Law & Business, 2011.

3 Como se ha visto, esto constituye una interpretación y no obedece a una expresa norma legal, ya que de la concesión de una atribución a la SFC para calificar un instrumento como valor no puede inferirse que no tenga la condición de valor aquello que no haya sido específicamente calificado así, pese a que reúna los elementos esenciales de la definición.

4 PALMITER, ob. cit., p. 49.

5 "Se define una relación de agencia como un contrato en virtud del cual una o más personas (el (los) mandante (s)) contrata a otra persona (el agente) para realizar algún servicio en su nombre, que consiste en delegar la autoridad para tomar alguna decisión al agente. Si ambas partes en la relación son maximizadores de utilidad, hay buenas razones para creer que el agente no

y mandatario, y b) del otro, dado que generalmente existe un sinnúmero de inversionistas, son motivo de preocupación los problemas de coordinación de los intereses colectivos. Estos criterios han sido tenidos en cuenta en la jurisprudencia estadounidense al analizar los asuntos relacionados con aquello que es y no es valor.

En lo que toca con los criterios jurisprudenciales aplicados, que tratan de definir los márgenes semánticos de los conceptos amplios también usados por la ley, quizás el principal es el que se conoce como Test de Howey, que data de 1946 y que establece los elementos de aquello que debe entenderse por *contrato de inversión* (*investment contract*)[6]. Como lo recuerda Palmiter, ello sucede, según las cortes, cuando una persona invierte dinero en una empresa o esquema común –en la cual usualmente existen muchos inversionistas–, en la que se espera una rentabilidad que depende por entero de los esfuerzos de terceras personas. En estos esquemas, se reitera, lo relevante es que el inversionista confía a los esfuerzos de otros, o de quien promueve el esquema asociativo[7], el manejo de la empresa que producirá los rendimientos que él espera.

De análoga manera, algunas cortes han desarrollado el llamado Test de Capital de Riesgo (*Risk Capital Test*), el cual se centra en el hecho de que el aporte inicial del inversionista está sujeto a los riesgos de la empresa, sobre

---

siempre actuará en el mejor interés del mandante. El mandante puede limitar las divergencias de su interés mediante el establecimiento de incentivos adecuados para el agente y por incurrir en los costos de monitoreo diseñados para limitar las actividades aberrantes del agente. Además, en algunas situaciones, pagará al agente de gastar los recursos (costos de unión) para garantizar que no va a tomar ciertas medidas que perjudicarían al mandante o para asegurarse de que el mandante será compensado si lo hace tomar tales acciones" (trad. libre). MICHAEL C. JENSEN y WILLIAM H. MECKLING, *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, Harvard Business School, University of Rochester, 1976, disponible en: http://www.sfu.ca/~wainwrig/Econ400/jensen-meckling.pdf

6 En *SEC v. W. J. Howey Co.*, 328 U.S. 293 (1946), la Corte Suprema de Estados Unidos señaló que "un contrato de inversión a los efectos de la Ley de Valores significa un contrato, transacción o esquema mediante el cual una persona invierte su dinero en una empresa común y se le permite esperar ganancias únicamente de los esfuerzos del promotor o de un tercero, sin que importe si las acciones en la empresa se evidencian mediante certificados formales o intereses nominales en los activos físicos empleados en la empresa" (*"an investment contract for purposes of the Securities Act means a contract, transaction or scheme whereby a person invests his money in a common enterprise and is led to expect profits solely from the efforts of the promoter or a third party, it being immaterial whether the shares in the enterprise are evidenced by formal certificates or by nominal interests in the physical assets employed in the enterprise"*).

7 *SEC v. Glen W. Turner Enterprises, Inc.*, 474 F.2d 476 (9th Cir. 1973).

los cuales dicho inversionista no tiene ningún tipo de control, más allá de que exista o no dependencia de los esfuerzos del promotor como sucede en el Test de Howey[8].

1.3. LOS CASOS ESPECIALES

No todos los llamados *contratos de inversión* son valores, más allá de que algunos claramente lo sean. La simple negociación de bienes raíces o de metales como el oro y la plata indubitablemente no involucra tales contratos de inversión. Por el contrario, las acciones que cotizan en bolsa y los bonos hacen parte, sin duda, de tales "contratos de inversión". Sin embargo, en otros escenarios la definición no luce tan simple. Veamos algunos de ellos.

1.3.1. LA NEGOCIACIÓN DE INMUEBLES Y LOS "VALORES"

Solamente cuando las transacciones sobre bienes raíces se centran en el esfuerzo de terceros, como sucede cuando el inversionista compra un derecho que le

---

8 Uno de los elementos del *Test de Howey* para que un negocio jurídico sea considerado como un *contrato de inversión* y, por ende, como un valor, consiste en que el esquema genere retornos "exclusivamente de los esfuerzos del promotor o de una tercera parte" (*"solely from the efforts of the promoter or a third party"*). En *SEC v. Mutual Benefits Corp.* [(408 F.3d 737 (11th Cir. 2005)], la Corte del Onceavo Circuito de Estados Unidos debía resolver si en los contratos de ventas de pólizas de vida (*viatical settlement contracts*) la expectativa de ganancias de los inversionistas dependía exclusivamente del *promotor* o de un tercero. En estos contratos, la tasa de retorno dependía de la evaluación de expectativa de vida del asegurado. Mutual Benefits Corp. aducía que estos contratos no eran *contratos de inversión*, ya que las ganancias dependían exclusivamente de la muerte del asegurado y no de una actividad de administración o de esfuerzos empresariales del proveedor de las pólizas de vida, razón por la cual las ganancias no dependían exclusivamente de un tercero o promotor. Sin embargo, la Corte estableció que la evaluación de la expectativa de vida de los asegurados constituía una actividad previa a la celebración del contrato de inversión que implicaba una actividad empresarial por parte del promotor, razón por la cual señaló que "la expectativa de ganancia de los inversionistas en este caso se basaba en los esfuerzos realizados previamente y con posterioridad al pago, haciendo que los contratos de venta de pólizas de vida fueran rentables" (*"The investors' expectations of profits in this case relied heavily on the pre- and post-payment efforts of the promoters in making investments in viatical settlement contracts profitable"*). En suma, la Corte concluyó que se trataba de contratos de inversión debido a que las evaluaciones médicas realizadas por Mutual Benefits Corp. para determinar la expectativa de vida de los asegurados, y por tanto la tasa de retorno de los inversionistas, constituía esfuerzos realizados por el promotor, razón por la cual los requisitos del *Test de Howey* se cumplían en este caso. Véase CHOI, STEPHEN J. y PRITCHARD, A. C., *Securities regulation. Cases and analysis*, Foundation Press, 2015.

permite gozar de la rentabilidad que logra por la gestión del promotor, aparecen las consideraciones sobre "valores". En 1973 se expidió una regulación que aclara los casos en los cuales una oferta de *tiempo compartido* constituye un contrato de inversión[9]. De acuerdo con esto, existe un "valor" cuando un desarrollador urbano ofrece unidades de vivienda en un esquema en el cual los propietarios aceptan tener disponibles sus unidades para arrendamiento, y restringir ciertos derechos de ocupación al tiempo que reciben un porcentaje del ingreso neto del conjunto de todas las rentas del respectivo condominio. Si el propietario, por el contrario, mantiene el control sobre los arrendamientos, desaparece la posibilidad de considerar el derecho como un "valor"[10].

1.3.2. PARTICIPACIONES EN SOCIEDADES COMO "VALORES"

Las participaciones en las llamadas *corporations* son sin lugar a dudas valores, trátese de acciones comunes o preferentes. Por el contrario, en las sociedades de responsabilidad limitada (LLC) tal condición únicamente se predica de quienes no tienen acceso al manejo de la compañía. Para un sector importante de la jurisprudencia las líneas divisorias no siempre son claras, y se debe utilizar un criterio de "realidad económica" de cada sociedad limitada y de sus miembros sobre todo a partir del criterio de la obtención de beneficios sobre la base del esfuerzo de terceros[11]. Igual sucede en las llamadas *limited partnerships*, en donde tal condición de valores no alcanza a los titulares de los intereses del denominado *general partner*, cuya participación en la administración de la sociedad es fundamental. Al mismo tiempo, en los esquemas de riesgo compartido o *joint ventures* solamente el interés del participante pasivo tiene la calidad de valor.

Sin embargo, debe precisarse que estas categorías no son tan precisas como a primera vista pareciera. Como lo recuerda Palmiter, la jurisprudencia ha permitido en ciertos casos que un derecho que *prima facie* no calificaba como valor lo sea siempre que se presente alguna de estas situaciones, en lo que se ha llamado el Test de Williamson: a) que en el respectivo contrato el titular tenga un control similar al que tendría en una sociedad de responsabilidad limitada para los socios que no tienen acceso a la administración de la compañía, b) que la poca preparación o desconocimiento del negocio por parte del titular del derecho no le permita ejercer sus derechos de socio, o c) que el titular del derecho en la práctica dependa casi enteramente de la habilidad y administración del promotor[12].

1.3.3. EL CASO DE LAS LLAMADAS "PIRÁMIDES"

Es universalmente conocido que el esquema de pirámides descansa sobre la idea de atraer inversionistas, que podríamos llamar "iniciales", bajo la promesa de altos rendimientos, que se terminan pagando con los aportes de los nuevos o siguientes inversionistas. El sistema puede involucrar la compra de ciertos activos –y no solamente el recibo de dinero– y funcionar relativamente bien mientras no se suspenda el ingreso de nuevos participantes. Pero es un hecho comprobado que más temprano que tarde tales inversionistas dejan de ingresar, con lo cual el esquema fracasa. Así concebido el esquema supone un fraude, ya que el organizador conoce de antemano lo que sucederá, más allá de que penalmente intente defenderse afirmando que simplemente se trataba de una empresa comercial que fracasó. Por ello en Estados Unidos la SEC y las cortes han sostenido que en estos sistemas se está en presencia de "valores no registrados" que violan la Ley de Valores, a partir de lo cual se han adelantado acciones civiles. Mediante el Test de Howey algunas cortes han concluido que un esquema de pirámide:

- Pretende atraer inversiones de dinero efectivo.
- Supone una empresa que involucra múltiples inversionistas y un promotor que organiza el esquema.
- Plantea la promesa de retornos futuros, usualmente muy altos.
- Surge primariamente de los esfuerzos del promotor por atraer nuevos inversionistas para el negocio teórico[13].

9 Se trata de la Securities Act Rel. n.º 5347 de 1973.

10 *Wax v. Fox Hills Development Corp*, 24 F.3d 1016 (7th Cir. 1994)

11 Véase *United States v. Leonard*, 529 F.3d 83 (2d Cir. 2008)

12 *Williamson v. Tucker*, 645 F.2d 404 (5th Circ. 1981), citado por PALMITER, ob. cit., p. 53.

13 Las cortes en Estados Unidos se han alejado de una interpretación literal del vocablo "exclusivamente" ("*solely*") contenido en el requisito del *Test de Howey* según el cual, para que nos encontremos ante un contrato de inversión, es necesario que el esquema genere retornos "exclusivamente de los esfuerzos del promotor o de una tercera parte" ("*solely from the efforts of the promoter or a third party*"). Así las cosas, ha reconocido que incluso en algunos casos donde el inversionista también realiza esfuerzos para obtener las ganancias, nos encontraremos ante un

1.4. EL CASO ESPAÑOL

Aunque acá no se trata de presentar un estado del arte en el derecho comparado, vale la pena precisar que en España, a diferencia de lo que ocurre en Colombia, el marco normativo equivalente al concepto de valor lo define la noción de *instrumento financiero*, el cual está compuesto, a su vez, de dos elementos, a saber: el primero, lo que se denomina *valores* negociables, que en los términos de la ley son aquellos "[valores] emitidos por personas o entidades, públicas o privadas, y agrupados en emisiones". Para la ley, "[t]endrá la consideración de valor negociable cualquier derecho de contenido patrimonial, cualquiera que sea su denominación, que por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión, sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado financiero". El segundo elemento consiste en una enumeración específica de instrumentos de la cual da cuenta el artículo 2.º de la ley[14].

contrato de inversión, como ocurre con los esquemas piramidales, donde el inversionista también realiza un esfuerzo al atraer y conseguir a más inversionistas al negocio. Así lo estableció el juez del Noveno Circuito de Estados Unidos en *SEC v. Glenn W. Turner Enterprises, Inc.*, [474 F.2d 476, 482 (9th Cir. 1973)]: "La adherencia a una interpretación [literal] podría resultar en una visión mecánica, indebidamente restrictiva de lo que es y lo que no es un contrato de inversión. Podría ser fácil evadir agregando un requisito de que el comprador contribuya con un mínimo de esfuerzo. Por lo tanto, el hecho de que se requiriera a los inversionistas el hacer algunos esfuerzos para que se lograra un rendimiento no debería excluir automáticamente la conclusión de que el Plan o Aventura es un contrato de inversión. Hacer eso no cumpliría el propósito de la legislación. Más bien, adoptamos una prueba más realista si los esfuerzos realizados por quienes no son los inversionistas son innegablemente significativos, esos esfuerzos gerenciales esenciales que afectan el fracaso o el éxito de la empresa" ("*Adherence to [a literal] interpretation could result in a mechanical, unduly restrictive view of what is and what is not an investment contract. It could be easy to evade by adding a requirement that the buyer contribute a modicum of effort. Thus the fact that the investors here were required to exert some efforts if a return were to be achieved should not automatically preclude a finding that the Plan or Adventure is an investment contract. To do so would not serve the purpose of the legislation. Rather we adopt a more realistic test, whether the efforts made by those other than the investor are the undeniably significan tones, those essential managerial efforts which affect the failure or success of the enterprise*").

14 "Se considerarán, en todo caso, valores negociables a los efectos de esta ley: a) Las acciones de sociedades y los valores negociables equivalentes a las acciones, así como cualquier otro tipo de valores negociables que den derecho a adquirir acciones *o valores equivalentes a las acciones*, por su conversión o por el ejercicio de los derechos que confieren. b) Las cédulas y bonos de internacionalización. c) Los bonos, obligaciones y otros valores análogos, representativos de parte de un empréstito, incluidos los convertibles o canjeables. d) Las cédulas, bonos y participaciones hipotecarias. e) Los bonos de titulización. f) Las participaciones y acciones de instituciones de inversión colectiva, así como las de las entidades de capital-riesgo y las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado. g) Los instrumentos del mercado monetario, entendiendo por tales las categorías de instrumentos que se negocian habitualmente en el mercado monetario tales como las letras del Tesoro, certificados de depósito y pagarés, salvo que sean librados singularmente, excluyéndose los instrumentos de pago que deriven de operaciones comerciales antecedentes que no impliquen captación de fondos reembolsables. h) Las participaciones preferentes. i) Las cédulas territoriales. j) Los '*warrants*' *y demás valores negociables derivados* que confieran el derecho a adquirir o vender cualquier otro valor negociable, o que den derecho a una liquidación en efectivo determinada por referencia, entre otros, a valores negociables, divisas, tipos de interés o rendimientos, materias primas, riesgo de crédito u otros índices o medidas. k) Los demás a los que las disposiciones legales o reglamentarias atribuyan la condición de valor negociable. 2. Contratos de opciones, futuros, permutas, acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de instrumentos financieros derivados relacionados con valores, divisas, tipos de interés o rendimientos, u otros instrumentos financieros derivados, índices financieros o medidas financieras que puedan liquidarse en especie o en efectivo. 3. Contratos de opciones, futuros, permutas, acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de instrumentos financieros derivados relacionados con materias primas que deban liquidarse en efectivo o que puedan liquidarse en efectivo a petición de una de las partes por motivos distintos al incumplimiento o a otro suceso que lleve a la rescisión del contrato. 4. Contratos de opciones, futuros, permutas y otros contratos de instrumentos financieros derivados relacionados con materias primas que puedan liquidarse en especie, siempre que se negocien en un mercado regulado o sistema multilateral de negociación. 5. Contratos de opciones, futuros, permutas, acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de instrumentos financieros derivados relacionados con materias primas que puedan ser liquidados mediante entrega física *no mencionados en el apartado anterior de este artículo y no destinados a fines comerciales, que presentan las características de otros instrumentos financieros derivados*, teniendo en cuenta, entre otras cosas, si se liquidan a través de cámaras de compensación reconocidas o son objeto de ajustes regulares de los márgenes de garantía. 6. Instrumentos financieros derivados para la transferencia del riesgo de crédito. 7. Contratos financieros por diferencias. 8. Contratos de opciones, futuros, permutas, acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de instrumentos financieros derivados relacionados con variables climáticas, gastos de transporte, autorizaciones de emisión o tipos de inflación u otras estadísticas económicas oficiales, que deban liquidarse en efectivo o que puedan liquidarse en efectivo a elección de una de las partes por motivos distintos al incumplimiento o a otro supuesto que lleve a la rescisión del contrato, *así como cualquier otro contrato de instrumentos financieros derivados relacionado con activos, derechos, obligaciones, índices y medidas no mencionados en los anteriores apartados de este artículo, que presentan las características de otros instrumentos financieros derivados*, teniendo en cuenta, entre otras cosas, si se negocian en un mercado regulado o sistema multilateral de negociación, se liquidan a través de cámaras de compensación reconocidas o son objeto de ajustes regulares de los márgenes de garantía" (Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores).

De esta manera, se observa que el modelo español considera *valor negociable* todo aquello que se enmarque en la definición ya vista, sin que sea menester que exista una previa calificación como *valor negociable* respecto de cada instrumento en particular, para poder considerarlo como tal y predicar del mismo todas las exigencias que la ley hace respecto de los llamados *instrumentos*

financieros o valores negociables. En ese sentido puede afirmarse que en España a ese efecto basta:

a. Que esté agrupado en una emisión;

b. Que se trate de un derecho de contenido patrimonial, cualquiera que sea su denominación, y

c. Que, por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión, sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado financiero.

Cuando la ley española se refiere a algunos instrumentos financieros también incluye expresiones genéricas de los mismos, como cuando alude a los "*demás valores negociables derivados* que confieran el derecho a adquirir o vender cualquier otro valor negociable"; o a instrumentos financieros derivados relacionados con materias primas que puedan ser liquidados mediante entrega física no mencionados en el apartado anterior de este artículo y no destinados a fines comerciales, *que presentan las características de otros instrumentos financieros derivados*; o "*cualquier otro contrato de instrumentos financieros derivados* relacionado con activos, derechos, obligaciones, índices y medidas no mencionados en los anteriores apartados de este artículo, que presentan las características de otros instrumentos financieros derivados".

Como puede verse, el concepto de "valor" –más exactamente "valor negociable"– en el modelo español no es *numerus clausus*, más allá de que el sistema consagre una muy extensa lista de instrumentos financieros. Muy por el contrario, el instrumento financiero por antonomasia lo constituyen los valores negociables que no están listados como tales, sino que están referidos en la ley a sus elementos esenciales. Y en los llamados instrumentos financieros específicos la calificación también está abierta a otros instrumentos similares.

De modo, pues, que el modelo colombiano –no según la ley sino según el entendido de las autoridades– tampoco se acompasa, como lo veremos más adelante, con la relativamente reciente regulación española, que, a su vez, ha tenido en cuenta las directivas europeas sobre el tema.

2. EL CONCEPTO DE "MERCADO PÚBLICO DE VALORES" EN COLOMBIA

Con anterioridad a la expedición de la Ley 964 de 2005, el concepto de mercado público de valores se encontraba definido en el artículo 6.° de la Ley 32 de 1979, que definía tal mercado a partir de los elementos que lo integraban,

estableciendo que lo conformaban: "la emisión, suscripción, intermediación y negociación de los documentos emitidos en serie o en masa, respecto de los cuales se realice oferta pública, que otorguen a sus titulares derechos de crédito, de participación y de tradición o representativos de mercancías". Dicho artículo fue reglamentado en 1993 con la expedición del Decreto 1168, norma que definió los *documentos emitidos en serie o en masa*, locución usada por el mencionado artículo 6.° de la Ley 32[15]. La fuente constitucional de tales medidas era el artículo 32 de la Carta Política de 1886, que regulaba la intervención del Estado en la economía. Más de 25 años después, el artículo 6.° de la Ley 32 –que en su momento fue el artículo 1.1.0.1 del Estatuto Orgánico del Mercado Público de Valores– fue derogado por la Ley 964 de 2005, que también derogó a su reglamentario.

La definición del concepto de *mercado público* de valores fijaba los límites de la intervención del Estado en dicha materia, de modo que las actividades que se realizaran dentro del ámbito de tal definición serían objeto de regulación por parte del Gobierno, mientras que las actividades que no se enmarcaran dentro de los parámetros previstos en el referido artículo 6.° harían parte de lo que podría denominarse *mercado privado* (o mercado no-público), sujeto simplemente a las reglas propias de los códigos Civil y de Comercio, y serían ajenas a la intervención regulatoria previa por parte de las autoridades competentes. La llave o herramienta de control la tenía el Estado por conducto de la definición de la oferta pública de valores y de sus alcances. Con la expedición de la Constitución de 1991, la actividad del mercado de valores fue considerada, como la financiera, de *interés público*[16], y su ejercicio sometido a

---

15 "Artículo 1.° Para los efectos previstos, en el artículo 1.1.0.1 del Estatuto Orgánico del Mercado Público de Valores, se entenderán como documentos emitidos en serie o en masa aquellos que incorporen derechos patrimoniales y reúnan las siguientes condiciones:

"a) Que sean creados en virtud de un acto único o de actos sucesivos de los que se originen cuando menos 20 títulos;

"b) Que correspondan a un patrón común, es decir que tengan un contenido sustancial homogéneo;

"c) Que tengan igual naturaleza jurídica;

"d) Que tengan la misma ley de circulación;

"e) Que provengan de un mismo emisor, y

"f) Que tengan vocación circulatoria".

16 Sobre los alcances de la actividad financiera, bursátil y aseguradora como "actividades de interés público" véase nuestra obra *El principio de igualdad en la actividad financiera*, Bogotá, Universidad Externado de Colombia, 2012.

permiso previo del Estado. No obstante, el marco normativo vigente mantuvo la división existente entre un ámbito privado y uno público, y fue en un todo consistente con la forma en que el sistema de derecho colombiano trataba las actividades que se realizan en desarrollo del derecho a la libre empresa, en concordancia con el derecho general de libertad consagrado en el artículo 6.º CP. En este esquema, los particulares mantienen un ámbito de acción general en el cual el Estado no se inmiscuye de modo previo, al paso que existe otro ámbito en el que la presencia estatal sucede de modo diverso y en no pocos casos se manifiesta en la necesidad de solicitar y expedir autorizaciones previas. Tanto en el esquema gobernado por la anterior Constitución como en la estructura actual, el Estado tiene el poder de ampliar o restringir el marco del ámbito de actividad privada, desde luego con respeto de los demás derechos constitucionales.

En vigencia de la Ley 32 de 1979, la capacidad de definir la *oferta pública de valores*, deferida a la Superintendencia del ramo, permitía que el Estado trazara la raya a partir de la cual consideraba que nacía su deber protector sobre los inversionistas, de una manera más fuerte de aquella que las normas generales contenidas en los códigos civil y mercantil daban a los adquirentes de títulos valores o valores. Dicho de otro modo, allí donde no había oferta pública de valores no existía mercado público, y las reglas de juego se encontraban en las codificaciones generales, sin que fuera menester la presencia de la autoridad del mercado de valores. Este sistema acompasaba de manera adecuada la libertad contractual y las actividades en las cuales estaba comprometido el interés público, y tenía la ventaja de que la línea divisoria, tan cara a la seguridad jurídica, era clara. Una oferta dirigida –de modo general– a menos de 100 personas o a menos de 500 accionistas era considerada, y sigue siéndolo, una oferta privada, respecto de la cual la participación previa del Estado al autorizar la oferta no se consideró, ni aún hoy en día se considera, necesaria. Esa línea igualmente marcaba la frontera entre el mercado público y el mercado privado de valores.

3. LA NOCIÓN DE "VALOR" EN LA LEY 32 DE 1979

El concepto de valor no es algo nuevo en el derecho del mercado de valores. Tampoco lo es la posibilidad de que se creen nuevos valores. Es un arbitrio que siempre ha tenido la autoridad para facilitar el ejercicio de la libertad contractual, sin desmedro del rigor en la protección del interés público. Con fuente inicial en normativas anteriores así se reconoció en el Decreto 2739 de 1991, norma que le daba a la entonces Superintendencia de Valores facultades para

señalar los requisitos que deberían tener aquellos documentos que quisieran ser inscritos en el Registro Nacional de Valores, para poder ser objeto, si se deseaba, de oferta pública[17]. Fue así como antes de la Ley 964 de 2005, en la Resolución 645 de 1992, la Superintendencia de Valores estableció los requisitos que tendrían que tener los "nuevos valores" para poder ser ofrecidos en el mercado. Esa fue la primera expresión de lo que más adelante habría de denominarse en Colombia "titularización", y que a la postre se vertiría en otros cuerpos normativos, quedando finalmente recogida en los artículos 1.3.1.1 de la Resolución 400 de 1995[18] y 5.6.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010; norma esta última que mantiene en lo sustancial la previsión de la Resolución 400 de 1995 en punto a lo que allí se denomina la "creación de nuevos valores"[19]. Cabe precisar que para la época ningún texto legal hablaba en forma estricta de titularización. El concepto de valor y la creación de nuevos valores, pues, no eran propiamente, para la época de expedición de la Ley 964, una innovación en el marco del mercado de valores y, muy por el contrario, el desarrollo normativo de la titularización mostró que el mismo se estructuró sobre la

17 El artículo 3.º en su numeral 36 dice: "36. Establecer los requisitos que deben llenar los nuevos valores que se creen en el futuro para que puedan ser inscritos en el Registro Nacional de Valores y en las bolsas de valores. Dichos valores podrán también ser entregados a los depósitos centrales de valores y en tal caso transferidos por simple registro en los libros del depósito".

18 "Art. 1.3.1.1. *Creación de valores a partir del mecanismo de titularización.* Sólo podrá realizarse oferta pública sobre valores con sujeción a las disposiciones contempladas sobre la materia en esta resolución o a través de los mecanismos especiales previstos en el presente título para la creación de nuevos valores.

"La inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y la oferta pública de dichos valores se ceñirá a las disposiciones contenidas en esta resolución y en las normas que la modifiquen o reformen.

"Parágrafo. De acuerdo con lo dispuesto en el artículo 2.2.0.3. del Estatuto Orgánico del Mercado Público de Valores no podrá realizarse oferta pública de títulos valores u otros instrumentos sin la previa autorización de la Superintendencia de Valores".

19 Art. 5.6.1.1.1 Decreto 2555 de 2010: "*Creación de valores a partir del mecanismo de titularización.* Sólo podrá realizarse oferta pública sobre valores con sujeción a las disposiciones contempladas sobre la materia en el presente Decreto o a través de los mecanismos especiales previstos en el presente Libro para la creación de nuevos valores.

"La inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores-RNVE y la oferta pública de dichos valores se ceñirá[n] a las disposiciones contenidas en este decreto y en las normas que la modifiquen o reformen.

"Parágrafo. No podrá realizarse oferta pública de títulos valores u otros instrumentos sin la previa autorización de la Superintendencia Financiera de Colombia".

creación de valores que antes no existían aprovechando el marco que para la época daba el Decreto 2739 de 1991[20].

La creación de los nuevos valores o instrumentos, en la titularización por ejemplo, no necesariamente se enmarcó dentro de la categoría de documentos emitidos en serie o en masa, aunque de algún modo compartía su esencia. Obsérvese, por ejemplo, que refiriéndose a los nuevos instrumentos financieros, la normativa que aún hoy se mantiene en el Decreto 2555 de 2010 menciona los llamados "títulos mixtos"[21], que son una innovación del año 1992 que se ha mantenido a lo largo de los años, pero que no se corresponde estrictamente con las modalidades a las cuales hacía relación el derogado artículo 6.º de la Ley 32 de 1979. Dicho de otro modo, la legislación anterior permitió el nacimiento de nuevas formas de valores aun sobre la base del texto de la definición de lo que se entendía por "mercado público de valores", superándola.

4. EL CONCEPTO DE "VALOR" EN LA LEY 964 DE 2005

Según se indica en la exposición de motivos de la Ley 964 de 2005, esta se aparta de lo previsto en la legislación anterior, cuyo centro lo constituye el concepto de oferta pública, basado en las emisiones en serie o en masa, para pasar "a una noción en la cual es indiferente la forma jurídica o práctica a través de la cual se instrumente la captación de recursos del público y la forma en que se circule o se negocie el instrumento financiero, atendiendo a la realidad económica de la operación". Este cambio de concepción es adoptado por el legislador mediante la definición de los elementos que conforman el concepto de "valor", indicando en el artículo 2.º de la ley que para todos los efectos de la misma se entenderá por valor "todo derecho de naturaleza negociable que haga parte de una emisión, cuando tenga por objeto o efecto la captación de recursos del público", incluyendo algunos que la ley califica como valores con independencia de si cumplen con los requisitos de la definición de "valor"[22].

20 Ver, entre otros, el artículo 5.6.1.1.6 del Decreto 2555 de 2010 relativo a los nuevos instrumentos financieros.

21 "3. Títulos mixtos: Son aquellos que de manera adicional a los derechos que confiere un título de participación pueden ser amortizables o pueden tener una rentabilidad mínima o un límite máximo de participación".

22 Dentro de estos documentos se encuentran los siguientes:
"a) Las acciones;
"b) Los bonos;

Por otro lado, la Ley 964 de 2005, como se ha dicho, derogó las normas que regulaban de modo expreso la existencia del llamado *mercado público de valores*, so capa de que la nueva definición de valor implicaba un cambio conceptual en el cual la "realidad económica de la operación" resultaría lo relevante, no así la "forma jurídica" usada para recibir recursos del público. Sin embargo, como lo veremos, la relación entre una nueva definición de *valor* y la existencia o no de un *mercado público de valores* no luce tan clara, al menos mientras se mantenga la figura de la oferta pública de valores y sus alcances. Por otro lado, pese a lo que se sostiene en la exposición de motivos, la nueva definición de valor constituye quizás una versión mejorada de la antigua noción de *documentos emitidos en serie o en masa*, pero mantiene en común con esta la referencia a la naturaleza negociable del derecho y su pertenencia a una emisión.

Para la expedición de la Ley 964 el Gobierno –y el Congreso en su oportunidad– echó mano de la última parte del artículo 189, numeral 25 CP, en concordancia con el artículo 150, numeral 19 CP, textos en los cuales se habla de la actividad que recae sobre el "ahorro de terceros"[23] o de "recursos captados del público"[24] como actividades que hacen parte de la competencia de intervención gubernamental. Sin duda, estos textos facultan al Congreso y al Gobierno, cada uno dentro de sus respectivas competencias, para regular la actividad e intervenirla de manera general. En ese contexto, acabar con el concepto de *mercado público* de valores no luce, al menos *prima facie*, inconstitucional; quizás solo exagerado e innecesario frente a las preocupaciones expresadas en la exposición de motivos porque el tránsito del concepto de *mercado público*

"c) Los papeles comerciales;
"d) Los certificados de depósito de mercancías;
"e) Cualquier título o derecho resultante de un proceso de titularización;
"f) Cualquier título representativo de capital de riesgo;
"g) Los certificados de depósito a término;
"h) Las aceptaciones bancarias;
"i) Las cédulas hipotecarias;
"j) Cualquier título de deuda pública".

23 "25) Organizar el crédito público; reconocer la deuda nacional y arreglar su servicio; modificar los aranceles, tarifas y demás disposiciones concernientes al régimen de aduanas; regular el comercio exterior, y ejercer la intervención en las actividades financiera, bursátil, *aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de recursos provenientes del ahorro de terceros* de acuerdo con la ley" (resaltado fuera de texto).

24 "d) Regular las actividades financieras, bursátil, aseguradora y cualquiera otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de *los recursos captados del público*" (resaltado fuera de texto).

de valores al concepto de "valor" a secas, como lo veremos, poco o nada tiene que ver con esas preocupaciones. El Estado siempre había tenido la facultad de ampliar o restringir el concepto de *mercado público de valores* para con ello expresar aquel campo de acción que consideraba adecuado someter, por decir algo, a autorizaciones previas. En la Ley 964 el Estado pudo sustituir la expresión "documentos emitidos en serie o en masa, respecto de los cuales se realice oferta pública, que otorguen a sus titulares derechos de crédito, de participación y de tradición o representativos de mercancías", por la noción simple de "valores", manteniendo el concepto de "mercado público" y su función. La definición del artículo 2.º de la Ley 964, aunada a la atribución conferida al Ejecutivo para "regular los valores" a que más adelante haremos referencia, daba al Estado las competencias necesarias para manejar cualquier problemática relacionada con la captación de recursos recurriendo al expediente de emitir u ofrecer "documentos de naturaleza negociable". Finalmente, la siempre presente posibilidad de definir la oferta pública de valores confería un instrumento adicional.

La regulación colombiana amplió la consideración de valores a otras expresiones que *prima facie* no lo serían, como es el caso de los derivados financieros, tales como los contratos de futuros, de opciones y de permuta financiera, pero lo hizo siempre que los mismos sean estandarizados y susceptibles de ser transados en las bolsas de valores o en otros sistemas de negociación de valores. Igualmente previó la ley que "el Gobierno Nacional podrá reconocer la calidad de valor a los contratos y derivados financieros que tengan como subyacente energía eléctrica o gas combustible, previa información a la Comisión de Regulación de Energía y Gas".

5. LA RELACIÓN ENTRE "VALORES" Y "TÍTULOS VALORES"

Antes de la expedición de la Ley 35 de 1993 no se evidenciaba una diferencia importante entre los conceptos de "valor" y de "título valor". En dicha ley por primera vez se puso de presente que los "valores inscritos" podrían tener el alcance y las prerrogativas de los títulos valores, aunque no contarían con la acción cambiaria de regreso, si así lo consideraba el Gobierno Nacional en su momento por conducto de la Sala General de la Superintendencia de Valores. Es decir, no eran títulos valores, pero se parecerían mucho a estos. El Gobierno así lo consagró en la Resolución 400 de 1995 de la entonces Superintendencia

de Valores[25]. Posteriormente, la Ley 964[26] confirmó la hipótesis de la Ley 35 –y la Resolución 400– en el sentido de que los "valores" tendrían el *alcance* y las *prerrogativas* de los "títulos valores".

Conceptualmente el "valor" es distinto al "título valor", entre otras razones por el fundamento filosófico de este último. El título valor es un bien mercantil en el cual el derecho incorporado en el documento es lo fundamental, a tal punto que cuando circula el documento lo hace al propio tiempo el derecho, y cuando se destruye el documento preliminarmente se destruye asimismo el derecho. Ello no ocurre, desde su naturaleza, en el valor, cuya noción, en lo fundamental, corresponde a ser un instrumento idóneo para la captación de dineros del público. Siempre que se presenten las condiciones para que un documento sea "título valor" según la legislación mercantil, este tendrá tal condición, aunque no sea un "valor", por ejemplo por no corresponder a las condiciones previstas en el artículo 2.º de la Ley 964 de 2005. Y viceversa: no todo valor en los términos de esta ley será título valor, en estricto sentido, si no reúne los requisitos de la ley mercantil al efecto.

Sin embargo, cuando en la Ley 964 se confirmó la hipótesis en el sentido de que los "valores" tendrían el *alcance* y las *prerrogativas* de los "títulos valores", las diferencias entre unos y otros quedaron reducidas a una discusión que se antoja bizantina. ¿Qué había quedado por fuera que siguiera siendo materialmente importante después de esta asimilación entre las dos figuras? Yo diría que nada. Dentro de las prerrogativas, por ejemplo, estarían: la presunción de autenticidad derivada de la firma impuesta en el título valor, lo que hace innecesario tener que pedir su reconocimiento; las ventajas de principio de incorporación, en el sentido de que el derecho "es" lo que el documento expresa; la autonomía, fundamental en cuanto evita que las excepciones derivadas del negocio que dio origen al título se puedan oponer, salvo entre partes directamente obligadas. De todo ello se benefician los "valores" por motivo de la extensión ya comentada.

---

25 Art. 1.2.7.1 Resolución 400 de 1995: "*Títulos valores*. Los documentos que se encuentren inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, tendrán el carácter y prerrogativas de los títulos valores. No obstante, respecto a los mismos no habrá lugar a la acción cambiaria de regreso".

26 Art. 2.º, pará. 5.º: "Los valores tendrán las características y prerrogativas de los títulos valores, excepto la acción cambiaria de regreso. Tampoco procederá acción reivindicatoria, medidas de restablecimiento de derecho, comiso e incautación, contra el tercero que adquiera valores inscritos, siempre que al momento de la adquisición haya obrado de buena fe exenta de culpa".

Pero como son distintos y, por así decirlo, solo les beneficia lo bueno de los títulos valores, en tanto se les predican sus prerrogativas, se puede afirmar, por ejemplo, que ante la pérdida o destrucción de un documento-valor no necesariamente la solución tiene que ser la del proceso de "reposición y cancelación" propio de los títulos valores.

La razón de la –¿deficiente?– técnica legislativa usada en 1993, para no calificar como títulos valores a los documentos inscritos en el Registro, seguramente tuvo que ver con las facultades para modificar el libro III del Código de Comercio, pues por el trámite seguido al efecto la Ley 35 no daba para ello. Obsérvese que no se menciona ni se deroga ningún artículo del libro III del estatuto mercantil. Más allá de la eterna discusión sobre si existen títulos valores creados por la costumbre o si Colombia tiene un sistema *numerus clausus*, lo cierto es que aumentar el libro III con todos los "valores" podría haber significado cuestionamientos de constitucionalidad.

Empero, debe tenerse en cuenta que un paso previo en esta materia lo había dado la Superintendencia de Valores con la Resolución 645 de 1992[27] (antecesora de la Resolución 400 de 1995[28] y del Decreto 2555 de 2010). Al usar la facultad para fijar los requisitos de los valores en el Registro se dio vía libre a la creación de nuevos valores, mediante el expediente de la denominada "titularización", sin tener que recurrir a una autorización o modificación legal expresa.

6. ¿EXISTE, HOY EN DÍA, UN *MERCADO PRIVADO DE VALORES*?

Ahora bien, según lo que hemos expuesto, cabría preguntarse, como hipótesis de trabajo, si el hecho de que el legislador –supuestamente– hubiera abandonado el concepto de oferta pública como criterio determinante de la intervención del Estado en el mercado de valores puede significar en la práctica que se encuentra proscrito –o que hoy en día no existe más– lo que podríamos llamar

27 Esta norma se dictó con base en la facultad para fijar requisitos en el Registro. Por eso se expresó que era una disposición "Por la cual se fijan los requisitos para *la inscripción de nuevos valores* en el Registro Nacional de Valores y en las bolsas de valores" (resaltado fuera de texto).

28 Art. 1.3.1.1: "*Creación de valores a partir del mecanismo de titularización.* Sólo podrá realizarse oferta pública sobre valores con sujeción a las disposiciones contempladas sobre la materia en esta resolución o a través de los mecanismos especiales previstos en el presente título *para la creación de nuevos valores*" (resaltado fuera de texto).

el mercado privado de valores. Entendemos por tal aquel mercado en el cual pueden emitirse, y aun negociarse, valores de manera libre, generalmente sin previa autorización del Estado, desde luego sin que medie oferta pública de los mismos –porque en este último caso estaremos frente a un evento diferente. En ese orden de ideas cabrían preguntas tales como si hoy en día podría una entidad crear un título producto de un proceso de titularización, por ejemplo, y emitirlo sin autorización previa de la Superintendencia, claro está, siempre que no lo ofrezca públicamente. Veamos cómo se responde este cuestionamiento.

Ciertamente, el Gobierno, a partir de la expedición de la Ley 964 de 2005, cuenta con la facultad de regular en los términos y condiciones previstos en dicha ley lo relacionado con los valores, sean estos ofrecidos de manera pública o privada[29], con lo que en el futuro la mera creación de cualquier valor –emisión– podría ser sometida a autorización previa, a diferencia de lo que actualmente ocurre, con excepción del régimen de bonos a que alude el Decreto 1026 de 1990[30]. Ello hasta la fecha no ha sucedido, por lo cual, salvo en el caso de norma expresa, la simple creación de valores es un acto completamente privado para el cual solamente es menester expedir las autorizaciones societarias del caso.

En nuestra opinión, lo relevante para el Gobierno debe ser la captación de manera masiva de los recursos del público y no aquella que se mantenga en el

29 "b) Establecer la regulación aplicable a los valores, incluyendo, el reconocimiento de la calidad de valor a cualquier derecho de contenido patrimonial o cualquier instrumento financiero, siempre y cuando reúnan las características previstas en el inciso 1.° del artículo 2.° de la presente ley; lo relativo a las operaciones sobre valores, la constitución de gravámenes o garantías sobre los mismos u otros activos con ocasión de operaciones referidas a valores y su fungibilidad; *la emisión de los valores*; la desmaterialización de valores; la promoción y colocación a distancia de valores; las ofertas públicas, sus diversas modalidades, las reglas aplicables, así como la revocabilidad de las mismas; y la determinación de las actividades que constituyen intermediación de valores.
"En ejercicio de esta facultad el Gobierno Nacional solo podrá calificar como ofertas públicas aquellas que se dirijan a personas no determinadas o a sectores o grupos de personas relevantes, o que se realicen por algún medio de comunicación masiva para suscribir, enajenar o adquirir valores.
"En desarrollo de esta facultad el Gobierno Nacional no podrá modificar las normas sobre títulos valores establecidas en el Código de Comercio" (resaltado fuera de texto).

30 El Decreto 1026 de 1990 –norma que inexplicablemente no quedó recogida en el Decreto 2555 de 2010– es la última expresión de la regulación que desde los años setenta permitía a las empresas, de manera excepcional, captar recursos del público. Como para la época la Superintendencia de Sociedades vigilaba en su mayoría a las sociedades comerciales y autorizaba prácticamente todos sus actos societarios, la regla general era que las sociedades vigiladas podían emitir bonos pero siempre que mediara autorización de dicha Superintendencia.

ámbito de lo privado. La existencia de un mercado privado no va en contravía del interés público, ni es necesario ni recomendable que tal ámbito desaparezca, como tampoco es necesario ni recomendable prohibir la posición dominante para prevenir su abuso, ni restringir *ab initio* el tamaño de las instituciones financieras para manejar el problema derivado de la existencia de entidades "demasiado grandes para quebrar" que usualmente han llevado a una política de salvamentos con recursos de los contribuyentes. La solución regulatoria correcta no pasa por prohibir ni por acabar lo que podríamos denominar el ámbito de lo privado, en nuestro caso el concepto de "mercado privado", entendiendo por tal, se repite, aquella parte de la actividad con valores cuyo ejercicio no está sometido a un permiso previo. El mercado privado hallaba y halla hoy en día su propio límite en la definición de captación masiva y habitual de recursos del público y en la definición de oferta pública. Las actividades que se desarrollan dentro de ese marco encontraban y aún hoy encuentran su sustento jurídico en las disposiciones de los códigos Civil y de Comercio. ¿Qué relevancia existe entonces en dichas operaciones para efectos de que el Gobierno intervenga en las mismas? El concepto de valor no cambia esto. Si bien en la exposición de motivos se resalta el cambio de concepción que traduce el hecho de fundamentar la intervención en el concepto de valor, se echa en falta que en dicha motivación, y más importante aún, en la regulación propiamente dicha, no se haya indicado la necesidad de abandonar el concepto de la oferta pública como elemento relevante de la intervención estatal.

En la actualidad, en nuestro criterio existen hechos incuestionables que reflejan la existencia de un mercado privado de valores, como lo serían la emisión y colocación de acciones, muchas veces sin autorización estatal; la emisión de bonos a que alude el Decreto 1026 de 1990, generalmente con autorización; la emisión de valores derivados de procesos de titularización, donde ninguna norma confiere a la Superintendencia facultades para autorizar su creación u oferta privada, no obstante lo cual dicha entidad ha exigido que se tramite y obtenga el permiso respectivo. La creación de otros valores, sin ofrecerlos públicamente, sigue mostrando la existencia de ese ámbito privado de que hemos hablado[31]. Empero, el tratamiento regulatorio para el ejercicio de estas opciones dista de ser uniforme. Si una empresa desea hacer una emisión de

31 Hay otros "valores" calificados como tales en el mismo Decreto 2555 de 2010, que pueden circular privadamente y sin inscripción en el RNVE, como los de los artículos 5.2.2.1.7, 5.2.2.1.8, 3.1.1.6.4 y 3.3.1.1.10. Ello, en concordancia con lo dispuesto en el parágrafo 5.° del artículo 2.° de la Ley 964 de 2005, podría llevarnos a concluir que en la medida en que estos títulos no se

papeles comerciales o bonos, y la va a ofrecer a 100 o más personas, es pacífico decir que puede hacerlo y solicitar permiso a la Superintendencia Financiera, quien, una vez cumplidos los requisitos, autorizará su oferta[32]. Sin embargo, si la empresa del ejemplo decide solamente ofrecerla a 99 personas ocurre lo siguiente: (i) si se trata de bonos, habrá de darse aplicación al Decreto 1026 de 1990 y quienes estén en esa situación podrán emitirlos con autorización de la Superintendencia de Sociedades; (ii) a la luz de la definición de papeles comerciales[33], ellos solamente pueden ser materia de oferta pública, aunque esto no tenga mucho sentido práctico toda vez que la oferta pública es un derecho y no una obligación; debería haber campo para su emisión privada; (iii) si se trata de una titularización, que, como se ha visto, es la creación de "nuevos valores", la Superintendencia Financiera ha sostenido, sin norma que le otorgue la competencia, que su emisión u oferta privada debe ser autorizada por ella, aunque hay que celebrar que al menos se pueda realizar la emisión privada; (iv) si se trata de acciones, se acepta su emisión y oferta privada, por regla general sin autorización estatal; y, (v) si se trata de otros valores, el tema no es claro. Estos tratamientos disímiles no parecen guardar consistencia[34].

¿Qué sucedería con cualquier otro instrumento que cumpla las condiciones de valor previstas por el artículo 2.° de la Ley 964 de 2005? ¿Se puede emitir privadamente? ¿Precisa, acaso, de alguna autorización?

Como se va notando, pese a los esfuerzos del legislador de 2005 por acabar con el concepto de "mercado público de valores" y desvincular su noción de la de "oferta pública", no ha ocurrido así, por la elemental razón de que estos dos conceptos son de la esencia de la preocupación estatal de que no haya libre captación de recursos del público, pero también del reconocimiento correlativo de que hay una porción del mercado que bien puede –y debe– hacer parte de la esfera privada y la cual el Estado en principio debe dejar en manos

inscriban en el RNVE no serán valores. Agradezco el comentario de Luz Piedad Rugeles a este respecto.

32 Así es en los términos del artículo 6.1.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010.

33 Art. 6.6.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010.

34 Esta falta de coherencia en las interpretaciones a que hemos hecho alusión se pone de presente sobre todo cuando se analiza la capitalización de empresas mediante la emisión de acciones o de bonos convertibles en acciones. Hasta este momento ha sido pacífico lo relativo a la emisión y colocación de acciones cuando se ofrecen a terceros en número menor de 100 o a accionistas en número menor a 500, caso en el cual nadie niega que se trata de una actividad libre sujeta simplemente a las autorizaciones societarias del caso.

de los particulares. Nadie se extraña de que exista un mercado extrabancario ni de que haya actividades de captación masiva y habitual permitidas, como tampoco de que existan emisiones privadas de acciones. La coexistencia entre "lo público" y "lo privado" no tiene por qué constituir una excepción en el marco del mercado de valores.

El concepto de valor puede ser una alternativa, incluso más técnica, a los *documentos emitidos en serie o en masa*, pero poco tiene que ver con una solución a la determinación de los ámbitos prohibidos y permitidos en el mercado, pues ello con creces lo solucionaban las normas vigentes desde 1979. Además, que se catalogue o no como valor a un determinado instrumento no tiene incidencia en la existencia o no de un mercado público de valores, pues, como lo acabamos de indicar, si no media oferta pública realmente estaremos en presencia de un mercado privado, sea de un valor o de un simple título. El hecho de que se determine que algo es valor tiene relevancia respecto de la capacidad de intervención del Gobierno para regular el correspondiente valor, pero no para algo más.

El aspecto medular de la cuestión sigue siendo la oferta pública de valores, sin desconocer el aporte que supone el concepto de valor en cuanto categoría jurídica. No está de más recordar que el concepto de oferta pública no alude en la actualidad al concepto de *valor* sino al de *documentos emitidos en serie o en masa*. Como ocurría en vida del artículo 6.° de la Ley 32 de 1979, el *mercado público de valores* sigue existiendo, aunque no en las palabras de dicho texto normativo sino en virtud de varios hechos incontrastables: (i) el concepto de valor alude al hecho de "hacer parte de una emisión", lo que, a falta de una opción mejor, podría traducir una idea similar a la que traía el derogado Decreto 1168, reglamentario del artículo que definía el "mercado público de valores", de ser "creados en virtud de un acto único o de actos sucesivos de los que se originen cuando menos 20 títulos"; (ii) la regulación actual prescribe que no se puede arbitrar recursos mediante valores sin el previo registro y autorización cuando quien desee hacerlo esté en el supuesto de la llamada "oferta pública de valores". Si los destinatarios de la invitación son menos de 100, por regla general no estaremos frente a una "oferta pública" y no habrá competencia de la Superintendencia Financiera para pronunciarse, pudiendo el particular obrar libremente dentro de dichos límites. Es decir, el concepto de "oferta pública" sigue prestando su servicio al sistema en la misma forma en que lo venía haciendo antes de la Ley 964 de 2005.

En conclusión, con fundamento en los artículos 6.°, 333 y 335 CP, en concordancia con el propio texto de la Ley 964 de 2005, cabe afirmar que en

Colombia los instrumentos mediante los cuales pueden captarse recursos del público son de libre determinación por los particulares, quienes, en el caso en que deseen ofrecerlos públicamente, además de tener que presentar los atributos previstos por el artículo 2.° de la Ley 964 para ser considerados como valores, deberán obtener la anuencia de la Superintendencia Financiera, que no podrá negarse a conceder la autorización alegando que el instrumento sometido a su consideración no ha sido aún calificado como *valor* por el Gobierno Nacional. Así no quedó en la ley, por lo cual una interpretación tal desconocería, entre otros, el derecho general de libertad consagrado en el artículo 6.° CP. Y si dichos instrumentos, sean o no *valores*, no van a ser objeto de colocación pública, en los términos en que hoy la consagra la Resolución 400 de 1995, la Superintendencia Financiera carece de competencia para autorizarlos pues las normas actuales que le asignan atribuciones están referidas a la oferta pública de valores. Otra cosa, muy diferente, es que el Gobierno Nacional tenga competencias más allá de lo "público"[35] y esté en condiciones de incluir dentro del ámbito de las autorizaciones previas, por ejemplo, ciertas actividades que de ordinario han venido haciendo parte de lo que se puede llamar "mercado privado", como sería el caso de una entidad que emite acciones o títulos mixtos, para ser ofrecidos de manera directa a menos de 100 personas. En el momento en el que el Gobierno Nacional expida un decreto de intervención en el cual, por ejemplo, se establezca la obligación de obtener ciertas autorizaciones para crear –emitir– valores con independencia de si su colocación es pública o no, entonces tal acto "privado" de emisión estará sujeto de manera general a la autorización gubernamental, como de alguna manera hoy ocurre con los bonos en el Decreto 1026 ya comentado. El Gobierno igualmente podría expedir un decreto de intervención que estableciera que aunque un instrumento determinado contuviera los elementos de un *valor*, no podría ser emitido hasta que el Ejecutivo lo calificara como tal. Ninguna justificación existiría para obrar de este modo, pero ciertamente a partir de tal restricción no sería legalmente posible emitir y ofrecer instrumentos diferentes de los expresamente calificados como valores.

35 A partir de atribuciones como la contenida en la letra a del artículo 3.° de la Ley 964, en la medida en que allí se habla de actividades de "emisión y oferta de valores" sin la calificación de públicos.

7. LA CONDICIÓN DE UN INSTRUMENTO COMO *VALOR* NO DEPENDE DE UNA PREVIA REGULACIÓN GUBERNAMENTAL

Sobre el particular, debe tenerse en cuenta que uno de los interrogantes que surgen con la introducción del concepto de valor recogido en la Ley 964 de 2005 es el referido al efecto práctico y jurídico que se deriva cuando estamos en presencia de un documento que en los términos de la ley se puede calificar como valor pero que aún no se encuentra regulado por el Gobierno Nacional. Si un determinado documento puede catalogarse dentro del concepto de valor, por tratarse de un derecho de naturaleza negociable que va a ser parte de una emisión que tiene por objeto captar recursos del público, no se requiere, para que sea emitido y ofrecido pública o privadamente, que el Gobierno Nacional adopte una regulación determinada para dicho valor, como a nuestro juicio equivocadamente lo ha sostenido la Superintendencia[36]. Como lo vamos a exponer, en los términos del artículo 6.° CP, a cuyo tenor "lo que no está prohibido está permitido", los particulares tienen el derecho de captar recursos del público cuando lo deseen, usando cualquier instrumento lícito a su alcance si la ley expresamente no ha dispuesto en sentido contrario, como sería el caso si determinada emisión se encuadrara en el concepto de captación masiva y habitual. Si las características de dicho instrumento coinciden con las del "valor", entonces dicho documento tendrá el alcance y las prerrogativas de los títulos valores[37], y será necesario obtener la autorización previa del Estado si se desea hacer su ofrecimiento público; y este estará en la obligación de otorgar la autorización una vez se cumplan los requisitos de ley. Igualmente, su creación o emisión no precisará de autorización alguna diferente a las de los órganos societarios competentes en el interior del emisor, y su oferta será privada o pública según lo dispongan las normas aplicables en ese momento[38].

---

36 En ese sentido es importante recordar que en un pronunciamiento de la Superintendencia de Valores se indicó que aunque el listado de valores previsto en el artículo 2.° de la ley no es taxativo, para dicho ente gubernamental, para que un valor no enunciado en la ley pueda tener el carácter de tal se requiere de la correspondiente reglamentación gubernamental.

37 Así lo establece el parágrafo 5.° del artículo 2.° de la Ley 964 de 2005.

38 De conformidad con las normas vigentes en el momento de escribir este texto (2010), la oferta pública supone que los destinatarios sean 100 o más personas, o que se haya usado para promocionar u ofrecer los valores un medio masivo. Por fuera de esos criterios generales la oferta no se considera pública, por lo cual la emisión y colocación de esos valores no está sujeta a autorización estatal previa alguna. Como se ha visto, en algunos casos –p. ej., bonos– la emisión privada precisa autorización estatal.

Pero su creación o emisión no estará sujeta a que un decreto de intervención lo califique como valor, entre otras cosas porque constitucionalmente ello no puede hacerse[39]. Si el instrumento en cuestión, en cambio, no "hace parte de una emisión" o no es de "naturaleza negociable", no constituirá un "valor" y en tal virtud no gozará de las prerrogativas de los títulos valores. Como se observa, realmente las diferencias entre los dos casos del ejemplo son: que en uno de ellos el documento, por ser un *valor*, goza de unas prerrogativas que en el segundo caso no se dan; y que, en el segundo evento, aquel que es valor es susceptible de ser ofrecido públicamente, mientras que el que no comparta los elementos del valor no tiene vocación de ser ofrecido de tal manera. Esto último quiere decir que, en la práctica, si un instrumento no tiene la condición de *valor*, no puede ser usado con los positivos alcances que tiene un *valor*. Y ello no es poca cosa cuando de arbitrar importantes recursos se trata, porque ciertamente en tales casos es menester pasar por la oferta pública de los mismos[40].

No obstante lo anterior, la opinión de la Superintendencia es otra. Se precisa que un decreto califique un instrumento como valor para poder emitirse pues, si ello no fuera así, "se produciría una gran incertidumbre jurídica sobre los tipos de instrumentos que hacen parte del mercado público de valores". El argumento básico de la Superintendencia, que realmente se originó en reclamos de la industria en las discusiones anteriores a le Ley 964[41], reside en la facultad dada al Gobierno por la ley, y contenida en la primera parte del artículo 4.° letra b) de la ley de valores. Pero, la verdad, en ninguna parte de la ley existe un argumento para sostener que la existencia de una facultad para un

---

39 Artículo 4.°, letra b, Ley 964 de 2005.

40 En otras legislaciones, como la española, la definición de oferta pública excluye, por ejemplo, a ciertos inversionistas sofisticados. Así las cosas, en España es factible recurrir a emisiones privadas para conseguir importantes cantidades de recursos, lo que en Colombia solo es posible si tales inversionistas sofisticados a los cuales se contacta son menos de 100.

41 "Durante la discusión del proyecto de ley, la ANDI insistió en que una noción de valor flexible no era incompatible con la fijación de unos límites, y ello porque de esa noción de valor depende en última instancia el ámbito de aplicación de la Ley y el del ejercicio de las facultades que la Constitución brinda al Gobierno en materia bursátil.

"Los límites quedaron debidamente fijados en el hecho de que sólo podrá ser considerado como valor los derechos negociables, que formen parte de una emisión y que tengan por objeto o efecto la captación de recursos del público; elemento este último que debe concordarse con la disposición, según la cual, el Gobierno Nacional sólo podrá calificar como ofertas públicas aquellas dirigidas a personas no determinadas o a sectores o grupos de personas relevantes, o realizadas por algún medio de comunicación masiva". ANDI. *La reforma del mercado de valores: contenido e implicaciones. La perspectiva del sector empresarial*, LUIS CARLOS VILLEGAS (present.).

órgano estatal, por demás muy amplia, signifique o pueda interpretarse como un límite al derecho general de libertad que la Constitución ha consagrado para los particulares. De ningún aparte de la ley puede concluirse que esté vedado a los particulares captar recursos del público –siempre que no incurran en el delito de captación masiva y habitual– mediante la emisión de instrumentos que siendo *valores* no "hayan sido calificados expresamente como valores"; más allá de que si se desean ofertar públicamente se precise autorización estatal conforme a las normas sobre oferta pública, o en algunos casos deban obtener el permiso correspondiente para la simple emisión. Igualmente, no existe ningún argumento jurídico para sostener que si el particular decide "crear" su propio "valor" no lo pueda hacer[42]. Incluso en este segundo evento no existe, a la fecha, deber ninguno de pedir autorización a la Superintendencia mientras no se recurra a ofrecerlo públicamente. Es decir que si un instrumento cualquiera cae en la definición de valor, lo cierto es que bajo el marco vigente a abril de 2013 su emisión y oferta no-pública no se encuentra sujeta a permisos previos. Al menos no legalmente. Y ello es inconsistente, pues con esta tesis las personas pueden captar recursos del público recurriendo a instrumentos no calificados expresamente como "valores", sin que para ello deban cumplir con los deberes de información y manejo, y con las consecuentes responsabilidades, que se exigen a los emisores de valores[43].

No deja de ser peculiar que hayan sido representantes de la misma industria quienes en los tiempos previos a la expedición de la Ley 964 hayan hecho ingentes esfuerzos para que hubiera un acuerdo tácito con las autoridades según el cual solamente sería "valor" aquello que la ley calificara expresamente como tal, cuando la solución legal precisamente apuntaba a lo contrario: a un modelo estilo el estadounidense de los "contratos de inversión" cuyos márgenes semánticos precisamente son amplios para incluir fenómenos que no se conocen en la actualidad, pero que tienen la misma esencia económica de los actuales.

---

42 Siempre que, desde luego, el instrumento reúna las calidades a que alude el artículo 2.º varias veces citado.

43 El uso del mecanismo fiduciario ha permitido que al amparo de esta interpretación se desarrollen productos que caerían en la definición de valor, si solamente se atiende al texto de la Ley 964 de 2005. Tal es el caso de los FIDIS Bacatá, o de los proyectos Peñalisa o Mocawa Resorts de Best Western ("Usted será propietario de un porcentaje del hotel que incluye la edificación y el Centro de Convenciones con todas sus áreas y de los rendimientos que se generan por la operación. Todo lo anterior administrado y gestionado por expertos hoteleros y Alianza Fiduciaria, entidad vigilada por la Superintendencia Financiera de Colombia"; véase: http://www.elitesites.org/glsite/images/pdf/BROCHUREHOTEL..pdf

7.1. LA RELACIÓN ENTRE LEYES MARCO Y DECRETOS DE INTERVENCIÓN

La definición de *valor* que previó el legislador tenía por objeto ampliar el marco de intervención del Gobierno dándole la posibilidad de intervenir en actividades que antes –teórica o prácticamente– le eran vedadas; pensar lo contrario sería someter todo el desarrollo del mercado a la intervención estatal previa, lo cual es inadmisible. Y ello se hizo recurriendo al expediente de una ley marco, la del mercado de valores. Las leyes marco, según la jurisprudencia constitucional, se justifican en razón de la naturaleza compleja y muchas veces técnica de los asuntos a los cuales se refieren, así como por la velocidad inherente a los cambios que se operan en dichas materias, características todas estas que no se acompasan con los tiempos propios de la discusión democrática de las leyes, ni con el conocimiento técnico que este tipo de regulación supone. En ese orden de ideas, en la sentencia C-553 de 2007 la Corte sintetizó algunas de las principales características de las leyes marco en la actividad financiera, bursátil y aseguradora, y aludió a su jurisprudencia consistente en la materia[44]. En ella reiteró la posición a cuyo tenor los decretos dictados en

---

44 "4.5. En resumen [...] de la jurisprudencia analizada anteriormente vertida por esta Corporación en relación concreta con la naturaleza, objetivo, alcance y características de las leyes marco destinadas a regular las actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquiera otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público, se pueden extraer las siguientes conclusiones:

"a) Para la regulación de estas actividades, la Constitución ha dispuesto un reparto de competencias entre el Congreso y el Presidente de la República, según el cual el primero, mediante leyes marco, señala las pautas y criterios a los cuales posteriormente debe sujetarse la actividad regulatoria gubernamental en estas materias.

"b) La diferencia entre las competencias legislativas y las gubernamentales no está dada por las materias que corresponde regular al Congreso y al Presidente, que son las mismas, sino por el momento en que cada uno interviene profiriendo la regulación y el mayor o menor grado de generalidad regulativa que a cada cual corresponde. Así, la fijación de políticas, orientaciones y criterios, en términos generales y abstractos, es del resorte exclusivo del Congreso; la concreción, en normas o medidas específicas, fundadas en la ley pero limitadas por el marco de la misma, está en cabeza del Gobierno [...].

"c) La Asamblea Nacional Constituyente expresamente quiso retirar la competencia gubernamental exclusiva –que venía ejerciéndose por la vía de los reglamentos autónomos– para la regulación de la actividad las actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquiera otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público. En su lugar estableció la técnica de las leyes marco, a fin de permitir la injerencia del legislador en la fijación de las pautas generales que orientan al Gobierno en la materia. Por lo tanto, el Gobierno no

virtud de las facultades de intervención tienen una naturaleza administrativa similar, aunque diferente, a la de los decretos expedidos en virtud de la facultad reglamentaria. El principal efecto de esta conclusión es que tales decretos no pueden modificar la legislación preexistente, y a ella deben sujeción como ocurre con los decretos expedidos en virtud de la facultad reglamentaria. Por su parte, el Congreso, al ejercer su facultad de dictar la ley marco, no puede hacerlo con un grado de detalle tal que termine desnaturalizando la facultad del Ejecutivo, como lo ha expresado la jurisprudencia constitucional. Esta situación, sin embargo, supone una zona gris en la definición de los precisos límites que cada autoridad tiene, pues, aunque en caso de excesos groseros en las atribuciones será fácil determinar las violaciones, no será esa la regla general. Para solucionar el punto será menester analizar si podría darse una aplicación del principio *in dubio pro legislatore*, a partir del hecho de que, si bien la facultad de intervención en la actividad está en el Ejecutivo, la misma se ejerce en los términos de la ley marco. De acuerdo con la doctrina constitucional, solamente en un hipotético caso de "vaciamiento" de la facultad del Ejecutivo podría concluirse que una regulación legal resulta inconstitucional por invadir la órbita de acción del Ejecutivo.

Pero con base en la jurisprudencia constitucional no es adecuado sostener que una ley marco para tener aplicación requiera de previa reglamentación del Gobierno. Lo que la abundante jurisprudencia citada en la exposición de motivos revela es algo diferente. Expresada en la ley marco y en los decretos de intervención, existe una "saludable cohabitación" entre el Congreso y el Ejecutivo, cada uno dentro de sus respectivas competencias. El Congreso no puede invadir la facultad del Ejecutivo –llegando al extremo de "vaciarla", en términos de la Corte– y viceversa, pero puede poner todas las cortapisas que estime necesarias. Por lo anterior, de ello jamás puede deducirse que las regulaciones hechas por el Congreso en la ley marco queden supeditadas al ejercicio de las facultades de intervención por parte del Gobierno. Esto sería

puede actuar autónomamente en estos asuntos, es decir, sin someterse a los criterios generales previamente fijados por el legislador.

"d) El legislador no puede vaciar de contenido las facultades gubernamentales, entrando a regular asuntos técnicos particularizados y variables que "por su condición esencialmente mutable, exigen una regulación flexible o dúctil que permita responder a circunstancias cambiantes [...].

"e) Los criterios y orientaciones generales objeto de la regulación marco pueden estar contenidos en una ley general relativa a las actividades financiera, bursátil y aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público, no necesariamente debe expedirse una ley exclusiva para cada una de estas materias".

tanto como decir que sin el reglamento la ley no produce efectos jurídicos. Por ello no es cierto que la facultad dada al Ejecutivo para regular los valores, que sin duda existe, suponga que solo son *valores* los creados o reconocidos por el Ejecutivo en desarrollo de dicha facultad, y que, mientras ello no suceda, la definición de valor contenida en la ley queda, por así decirlo, en suspenso. En esta materia la interpretación sistemática enseña que la solución es la contraria. Cuando un particular desee crear un instrumento cualquiera, en la medida en que los derechos a emitir recaigan efectivamente dentro de la definición de valor, es posible emitir dichos instrumentos. Y será con autorización de la Superintendencia si se pretende ofertarlos "públicamente", para lo cual, como es apenas natural, deberá estarse a la definición que trae la legislación vigente, que estaba contenida en la citada Resolución 400 de 1995 y hoy lo está en el Decreto 2555 de 2010. O con ciertas autorizaciones, como en el caso de los bonos. Dicho de otro modo, en la actualidad sigue existiendo lo que se puede denominar el "mercado privado de valores", siempre que no haya de por medio una oferta pública.

7.2. EL "ESPÍRITU DEL LEGISLADOR" Y EL TEXTO DE LA LEY

Podría afirmarse que el "espíritu del legislador" conduce a sostener la posición de la Superintendencia, en la medida en que allí se reconoce la tesis entre ley marco y decretos de intervención que hemos criticado[45]. Pero ello no es cierto por dos razones: la primera, que la conclusión sobre la cual se construye el argumento no se extrae de la jurisprudencia constitucional que se cita, y sobre todo de una jurisprudencia que en ese punto resultare obligatoria por constituir la *ratio decidendi* de una o varias sentencias. Es una cosecha del Gobierno que el Congreso acoge; la segunda, que debe recordarse que, una vez expedida la ley, ese llamado "espíritu" se separa del texto, entre otras cosas por un fundamento de seguridad jurídica. La seguridad jurídica no es tanto un problema de autoridades como de administrados, aunque a unos y a otros se los juzga por el

45 "Si bien este tipo de leyes no tienen [*sic*] unas exigencias especiales para su aprobación, como tampoco surten un trámite especial en el Congreso, son claramente diferentes de las leyes ordinarias en su contenido y alcance, ya que comparten la labor normativa con el Presidente de República. Por tal razón, *no puede aplicarse una norma marco (ley) sin la respectiva reglamentación (decreto), ni puede expedirse regulación que no se base necesariamente en el respectivo marco*" (resaltado fuera de texto).

texto de la ley, una vez expedida. Solamente cuando su "sentido" no sea claro es permitido desatender su tenor literal a pretexto de consultar su espíritu, o recurrir a la historia fidedigna del establecimiento de la norma. Y ninguna de estas cosas ocurre con el problema que nos hemos planteado, pues en ninguna parte de la ley, repetimos, se expresa que para poder emitir un instrumento no calificado previamente como valor sea menester expedir un decreto, aunque este llene con creces los requisitos establecidos en la ley para ser un valor.

7.3. EL TRATAMIENTO DE FENÓMENOS SIMILARES

Una revisión del tratamiento de fenómenos similares, aunque diferentes, al que venimos tratando permite identificar la solución que mejor se acompasa con el tratamiento que da a fenómenos análogos el sistema general de derecho de nuestro país. Hoy en día nuestro sistema constitucional y legal prevé un marco general de libertad con ciertas restricciones para desarrollar la actividad privada, y dentro de ella la genéricamente denominada "financiera" a la cual alude el artículo 335 CP. La ley marco puede ampliar o restringir hasta cierto punto dicha libertad. Sobre esta base, al inicio de la década que coincidió con la expedición de la Constitución Política de 1991, el sistema jurídico colombiano comenzó a avanzar en la liberalización de la actividad privada y en la eliminación paulatina de expresiones de intervención estatal de manera previa[46], pese a la innegable condición de *interés público* que tiene la actividad financiera y del mercado de valores. Ya para 1990, en la Ley 45 de ese año, se previó que los nuevos desarrollos del mercado financiero, como había ocurrido años antes con el *leasing* y con la figura del llamado *factoring*, no estarían sujetos siquiera a autorización previa por parte de la Superintendencia, sino a una información previa para que el banco central pudiera medir los efectos de su implantación y adoptar las medidas del caso si a ellas había lugar[47].

46 Entre esas expresiones generales puede mencionarse la liberación de los mercados de seguros y valores, en punto a las comisiones cobradas que antes eran fijadas o avaladas por la autoridad. Igualmente, la eliminación de los permisos de funcionamiento para las sociedades comerciales, prevista en el Código de Comercio de 1971.

47 Es así como el artículo 118, numeral 2 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero dispone: "Las operaciones y servicios financieros nuevos que no versen sobre actividades propias de entidades vigiladas por la Superintendencia de Valores podrán prestarse por los establecimientos de crédito, previa autorización de su junta directiva. En todo caso, los establecimientos deberán informar a la Superintendencia Bancaria las características de la operación o servicio con una antelación no menor de quince (15) días a la fecha en que vayan a iniciar su prestación. Una vez recibida esta información, la Superintendencia Bancaria suministrará copia de la misma a la Junta Directiva del Banco de la República cuando ésta lo solicite. Dicha Superintendencia podrá ordenar la suspensión de las mencionadas operaciones de oficio o a petición de la Junta Directiva del Banco de la República, cuando impliquen desviaciones al marco propio de las actividades de tales instituciones o por razones de política monetaria o crediticia".

Menos aún se consideró que fuere menester expedir un acto habilitante para ello. Esta norma está actualmente vigente después de las reformas de 1993, 1999, 2003 y 2009. Para 1993, la regulación que se ocupó de reglamentar las llamadas "garantías admisibles" para los establecimientos de crédito adoptó un esquema de libertad en el sentido de que cualquier esquema de garantía puede ser considerado "admisible" siempre que cumpla con unas condiciones generales, sistema análogo al de la definición de valor que ocupa este escrito. Superó el esquema de considerar únicamente viable aquello que el texto legal expresamente calificara como tal[48]. También dicha regulación se encuentra vigente. Igual cosa puede predicarse en el campo de los seguros, con las limitaciones naturales derivadas del Código de Comercio. En materia aseguradora, las compañías de seguros pueden crear cuantas pólizas deseen sin invadir, desde luego, las competencias legales de otros agentes. Pero su creatividad no está sujeta a una enumeración taxativa de coberturas en la ley, lo que no quiere decir que no se deban cumplir ciertos requisitos para ponerlas en el mercado, lo cual es una cosa diferente a depender de la previa expedición de una ley o decreto habilitante[49]. Pero hay más. En la propia exposición de motivos se

48 En ese orden de ideas, el artículo 3.º del Decreto 2360 de 1993 consagró que "se considerarán garantías o seguridades admisibles para garantizar obligaciones que en conjunto excedan del diez por ciento (10%) del patrimonio técnico aquellas garantías o seguridades que cumplan las siguientes condiciones:

"a) Que la garantía o seguridad constituida tenga un valor, establecido con base en criterios técnicos y objetivos, que sea suficiente para cubrir el monto de la obligación; y

"b) Que la garantía o seguridad ofrezca un respaldo jurídicamente eficaz al pago de la obligación garantizada al otorgar al acreedor una preferencia o mejor derecho para obtener el pago de la obligación".

49 La actividad de las compañías de seguros en Colombia está sujeta a la aprobación, por primera vez, de un ramo y las respectivas pólizas. Pero una combinación de los mismos, lo cual supone una creatividad del asegurador, solamente está sujeta a autorización previa cuando alcance cierto nivel. La Circular Básica Jurídica prescribe lo siguiente: "No resulta necesaria la aprobación de un nuevo ramo para el ofrecimiento de productos que comprendan diversidad de amparos susceptibles de ser explotados bajo los ramos ya autorizados a la entidad. En tales eventos, las primas, siniestros y demás gastos e ingresos que se deriven de dichos amparos se deben clasificar bajo el ramo o ramos a los cuales correspondan los amparos respectivos. No obstante lo anterior, cuando quiera que mediante la expedición de tales amparos la entidad alcance una producción

reconoce esta circunstancia de que los valores allí citados son a título de ejemplo, aunque ciertamente se hace vinculada a la interpretación según la cual debe darse un desarrollo gubernamental de manera previa. "Así mismo, el artículo respectivo contiene una lista amplia de carácter simplemente enunciativo de posibles representaciones de valores que comprenden todos aquellos fenómenos financieros que tienen como efecto la captación de recursos del público".

Así las cosas, puede decirse que en Colombia en materia de valores funciona un esquema relativamente general de libertad contractual, sometido en algunos casos a autorización del Estado, pero –al menos conforme a la ley– no sujeto en ningún evento a la expedición de un decreto previo que legitime un acto que ya la ley se ocupó de legitimar.

Finalmente, valga la pena un comentario esencialmente práctico. Las ventajas que en mi parecer suministra la noción de *valor* no han sido suficientemente aprovechadas si se tienen en cuenta algunos antecedentes públicos. En mi opinión, el conocido caso de un club deportivo que pretendía recibir de sus fanáticos y simpatizantes recursos para la entidad[50] hubiera podido ser resuelto más fácilmente con el nuevo concepto de valor de documentos emitidos en serie o en masa que confirieran derechos de participación, teniendo en cuenta que el esquema participativo del club no permitía la emisión de acciones porque no se trataba de una sociedad anónima. Para ello hubiera bastado con reconocer que la competencia de la Superintendencia nace cuando el instrumento reúna las condiciones de un valor y se pretenda ofertar públicamente. El club tenía el derecho a captar los recursos, y la Superintendencia la obligación de ver que lo hiciera de manera adecuada y transparente. La solución, basada en que el instrumento que el club

---

de un ramo no autorizado que se pueda considerar como significativa, debe solicitar la correspondiente autorización, sin la cual la entidad no podrá continuar expidiendo tales amparos. Lo anterior debe entenderse sin perjuicio de lo establecido en el numeral 3.3.1 del presente capítulo". Pero en ningún caso se precisa de la expedición de una regulación estatal previa.

50 "En conclusión, esta Superintendencia considera que, a la fecha, los derechos que pretende emitir el club XXX no están reconocidos como valores ni pueden ser inscritos en el RNVI. Sin embargo, considera que tales derechos podrían cumplir con los requisitos señalados en el inciso primero del artículo 2.º de la Ley 964 de 2005 y, en esa medida, ser reconocidos como valores por medio de reglamentación gubernamental.
"Así las cosas, esta Superintendencia considera prudente que el club se abstenga de realizar la emisión de derechos que pretende llevar a cabo, hasta tanto se defina por parte del Gobierno Nacional una reglamentación que determine su naturaleza, para efectos de la ley de valores". Superintendencia de Valores (hoy Superintendencia Financiera). Concepto 20056-946 de 27 de julio de 2005.

quería emitir no era valor por no haber sido calificado en un decreto como tal, una interpretación que no podemos compartir, privó a una entidad de la opción de recurrir a recursos del público, una vez cumpliera, como es apenas natural, con los requisitos previstos para tal efecto. Varios años después, en un homenaje al formalismo de más rancia estirpe, se constituiría una sociedad anónima –Azul y Blanco– que obviamente emitió acciones ordinarias –esas sí calificadas como valores– previa autorización de la oferta pública correspondiente.

8. LOS PRODUCTOS FIDUCIARIOS Y LOS VALORES

Ya se ha hecho mención al tema del uso de la fiducia para generar derechos económicos, que, no obstante, no han sido considerados valores en tanto las autoridades han expresado que no caen en la definición legal de la Ley 964, amén de que no han sido calificados por ningún decreto como tales.

La creación de un derecho fiduciario de contenido patrimonial que ofrece al potencial inversionista una renta futura, derecho que goza de vocación circulatoria así este no sea su principal objetivo, es un asunto que debería merecer una mayor atención por parte del Estado en la medida en que sin duda es un instrumento de captación de recursos del público cuyos riesgos se hacen patentes desde el inicio mismo del proyecto. El inversionista adquiere un derecho que muchas veces no consiste en el futuro inmueble subyacente sino en la rentabilidad que se espera que dicho inmueble suministre, una vez construido y arrendado, y los riesgos asociados al proyecto, aunque son muy similares a los que corresponden a valores equivalentes en otras latitudes, son tratados como simples derechos fiduciarios y en manera alguna sometidos a las protecciones del mercado de valores.

A partir de la celebración del negocio fiduciario de esta índole surge un sinnúmero de derechos, lo cual hace que se pueda hablar de la presencia de una "emisión", ya que no se trata de una creación individual de derechos como la que tiene lugar entre el acreedor y el deudor que extiende un pagaré en señal de quedar obligado. Un único negocio fiduciario puede dar vida a múltiples derechos que se documentan, los cuales pueden ser adquiridos por un número igualmente múltiple de inversionistas, de análoga manera a como ocurre con cualquiera otro de los ejemplos de valores citados en el artículo 2.º de la Ley 964. La "naturaleza negociable" del documento, por su parte, puede ser entendida en el sentido de que basta con que quepa la negociación y transferencia del documento, ya sea por cesión o endoso, y no como una exigencia de estar fatalmente destinado a circular de modo permanente, a tal punto que pueda

decirse, por ejemplo, que sin endoso, figura propia de los títulos valores, no hay "valor"[51]. Así las cosas, estos documentos caerían en la definición legal de "valor" sin mayores contratiempos, y su emisión y oferta pública estarían sometidas a las reglas propias de los valores[52].

Si se analizan los riesgos que corre un inversionista en este tipo de derechos fiduciarios –construcción del proyecto y posterior arrendamiento de las unidades resultantes–, y la naturaleza y alcances del derecho que adquiere, se encontrará que estamos frente a elementos similares a los que se predican respecto de un valor que sea resultado de un proceso de titularización equivalente en el cual el derecho consiste en una alícuota del proyecto y en la participación de las rentas derivadas del mismo. En el caso de la titularización es menester la sujeción de la creación de los derechos a las normas del mercado de valores, además de que son considerados valores por la propia regulación[53]. Mas, de manera inexplicable, los derechos fiduciarios siguen únicamente la línea del contrato de fiducia que les da origen y son tratados como "no valores". Los regulan las normas que se refieren a los contratos, pero no las de los valores.

Pero el argumento más importante para afianzar la tesis de que estos documentos deberían ser tratados como valores lo constituye la ya mencionada Exposición de Motivos de la Ley 964 y su texto al definir los valores acudiendo a la realidad económica del instrumento, el cual debe tener "como objeto o efecto" la captación de recursos del público, que es de hecho lo que acá sucede. La comparación con la figura de la titularización no puede ser más pertinente para evidenciar cómo dos fenómenos similares tienen un tratamiento regulatorio diametralmente opuesto de cara al inversionista.

---

51 Parte de la doctrina sostiene que es necesaria la llamada "vocación de transmisibilidad" del derecho para que se pueda hablar de valor en el caso de derechos fiduciarios, vocación que no existe cuando para la negociación se precisa de la autorización del fiduciario. Estimo que la referida autorización, si bien puede resultar algo extraña al concepto general de transmisibilidad, o de vocación circulatoria o naturaleza negociable, no alcanza a desnaturalizar la noción de valor, que hoy en día descansa más en el fenómeno económico de la captación masiva de recursos que en el de la negociabilidad misma –como ocurría antes de la Ley 964 de 2005. Ciertamente el derecho fiduciario resulta negociable cuando menos por cesión, y por ello puede afirmarse que, en sentido amplio, tiene naturaleza negociable. JUAN CARLOS VARÓN PALOMINO y GERMÁN DARÍO ABELLA. *Derechos fiduciarios y mercado de valores*, Bogotá, Universidad de los Andes y Asociación de Fiduciarias de Colombia, 2013.

52 Con todo, es del caso precisar que en el Decreto 2555 de 2010 algunos certificados fiduciarios son calificados como valores (arts. 5.2.2.1.7, 3.1.1.6.4 y 3.3.1.1.10).

53 Ley 964 de 2005, art. 2.°, lit. e.

Quedarse en la tesis del negocio fiduciario –sostener que no hay valores sino únicamente derechos fiduciarios– constituye una lectura inadecuada de la ley, amén de que genera un arbitraje regulatorio totalmente indeseable incluso para los operadores fiduciarios, sobre quienes puede recaer una responsabilidad que las normas del mercado trasladarían al propio inversionista cuando este ha gozado de toda la información necesaria en la emisión, autorización, distribución y posterior colocación de los derechos materia de adquisición. Aunque ciertamente es posible que, al tener acceso a estas protecciones, un número de inversionistas se abstenga de adquirir los derechos así ofrecidos, por ejemplo por considerar que su apetito de riesgo no coincide con el de los documentos ofrecidos.

Pero si estos derechos fiduciarios no son valores –según la autoridad–, ¿es posible llevar adelante el negocio como algo análogo al de un compraventa de inmuebles? ¿O la lógica del caso que propició el pronunciamiento de la autoridad en 2005 debe llevar a que este tipo de proyectos simplemente no se pueda adelantar por no ser valores[54]?

9. LA "CAPTACIÓN MASIVA" Y LOS VALORES

Lo primero que ha de indicarse es que el artículo 335 CP señala que las actividades financiera, bursátil y cualquier otra que se encuentre relacionada con la captación de recursos del público son de interés público y únicamente pueden ser realizadas con previa autorización del Estado, de la siguiente manera:

> Las actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos de captación a las que se refiere el literal d) del numeral 19 del artículo 150 son de interés público y solo pueden ser ejercidas previa autorización del Estado, conforme a la ley, la cual regulará la forma de intervención del Gobierno en estas materias y promoverá la democratización del crédito.

En este contexto, y en particular con respecto a las actividades de captación de dineros del público en forma masiva y habitual, es preciso poner de presente

---

54 El caso ya mencionado de BdBacatá, lo mismo que muchos otros que se han instrumentado mediante fiducia, han salido libremente al mercado.

que el Decreto 1981 de 1988, hoy artículo 2.18.2.1 del Decreto 1068 de 2015, dispuso que una persona, jurídica o natural, realiza dichas actividades:

> 1. Cuando su pasivo para con el público está compuesto por obligaciones con más de veinte (20) personas o por más de cincuenta (50) obligaciones, en cualquiera de los dos casos contraídas directamente o a través de interpuesta persona.
>
> Por pasivo para con el público se entiende el monto de las obligaciones contraídas por haber recibido dinero a título de mutuo o a cualquiera otro en que no se prevea como contraprestación el suministro de bienes o servicios.
>
> 2. Cuando, conjunta o separadamente, haya celebrado en un período de tres (3) meses consecutivos más de veinte (20) contratos de mandato con el objeto de administrar dineros de sus mandantes bajo la modalidad de libre administración o para invertirlos en títulos o valores a juicio del mandatario, o haya vendido títulos de crédito o de inversión con la obligación para el comprador de transferirle la propiedad de títulos de la misma especie, a la vista o en un plazo convenido, y contra reembolso de un precio (art. 1).

Así las cosas, el artículo 2.18.2.1 del Decreto 1068 de 2015 describe dos situaciones en que una persona lleva a cabo actividades de captación masiva y habitual de recursos del público. En primer lugar, cuando el pasivo de la persona actora se encuentra compuesto por obligaciones con más de 20 personas o por más de 50 obligaciones. La disposición transcrita se encarga de definir el término "pasivo para con el público" como el recibo de dinero del público a cualquier título siempre y cuando no lleve consigo una contraprestación consistente en el suministro de bienes o servicios.

En segundo lugar, hay captación masiva y habitual de recursos del público cuando en un periodo de 3 meses se hayan celebrado más de 20 contratos de mandato con el fin de administrar dineros o invertirlos, o se hayan vendido títulos de crédito con la obligación para el comprador de transferir la propiedad de títulos de la misma especie.

Adicionalmente, el parágrafo 1.º del artículo ya mencionado establece que para que cualquiera de los anteriores supuestos sea considerado como una actividad de captación masiva y habitual de recursos del público es necesario:

> a) Que el valor total de los dineros recibidos por el conjunto de las operaciones indicadas sobrepase el 50% del patrimonio líquido de aquella persona; o

> b) Que las operaciones respectivas hayan sido el resultado de haber realizado ofertas públicas o privadas a personas innominadas, o de haber utilizado cualquier otro sistema con efectos idénticos o similares.

Por último, el parágrafo 2.º del artículo en cita contiene un conjunto de actividades que no han de ser computadas para determinar si hay captación masiva y habitual de recursos del público, de la siguiente manera:

> No quedarán comprendidos dentro de los cómputos a que se refiere el presente artículo las operaciones realizadas con el cónyuge o los parientes hasta el 4.º grado de consanguinidad, 2.º de afinidad y único civil, o con los socios o asociados que, teniendo previamente esta calidad en la respectiva sociedad o asociación durante un período de seis (6) meses consecutivos, posean individualmente una participación en el capital de la misma sociedad o asociación superior al cinco por ciento (5%) de dicho capital.

En este orden de ideas, cualquier contrato celebrado con personas que tengan una relación de afinidad o con asociados que posean un porcentaje de participación en el capital social superior al 5% se entienden excluidas de los cómputos de la referencia.

Debe recordarse que si se materializan los supuestos descritos en el artículo 1.º transcrito, se incurrirá en el delito de captación masiva y habitual de dineros, descrito en el artículo 316 C. Penal de la siguiente manera:

> El que desarrolle, promueva, patrocine, induzca, financie, colabore, o realice cualquier otro acto para captar dinero del público en forma masiva y habitual sin contar con la previa autorización de la autoridad competente, incurrirá en prisión de ciento veinte (120) a doscientos cuarenta (240) meses y multa hasta de cincuenta mil (50.000) salarios mínimos legales mensuales vigentes.

Como puede observarse, el ordenamiento jurídico ha pretendido proteger el dinero del público y mantener la estabilidad del sistema financiero a través de la regulación de la actividad de captación de dineros del público, sujetándola a una autorización previa por parte del Estado, so pena de ser considerada como una actividad delictiva.

Mientras una actividad privada no sobrepase los anteriores límites, sea o no que la captación se instrumente a través de documentos –o valores–, será lícita y el Estado deberá respetarla. La aplicación del Decreto 4334 de 2008,

por su parte, solamente procederá cuando se trate de captación a través del mecanismo conocido como "pirámides" o similares, y no cuando se trate de la captación a la que acabamos de referirnos[55].

Así las cosas, si una persona emite "valores" de deuda calificados como tales por la ley o el reglamento, y no realiza oferta pública de los mismos, por lo cual no solicita autorización estatal, cabe indagar si queda inmerso en el delito de captación masiva antes referido. La respuesta debería ser negativa, pues la autorización únicamente se precisa en el caso de la emisión privada de los bonos según la doctrina vigente, o en el caso de oferta pública de valores, lo cual supone que quien así actúa lo hace conforme a derecho. Por tanto, por ejemplo, una oferta de valores de deuda hecha a 90 personas supondría una oferta privada de valores autorizada por la ley colombiana, y en ese sentido no sería posible que el emisor fuera catalogado como un "captador masivo". Desde luego, si se trata de bonos el caso sería distinto, pues su emisión, aunque sea privada, requiere de autorización estatal, según la doctrina vigente.

Sin embargo, otra lectura podría sostener que si se dan las condiciones previstas en el artículo 2.18.2.1 del Decreto 1068 de 2015, así sea mediante la emisión privada de valores de deuda, reconocidos por la ley como tales, la conducta es típica en tanto la persona estaría captando recursos del público sin entregar a cambio un bien o un servicio. Y es obvio que el "valor" entregado a cambio simplemente documenta la deuda pero no constituye un bien dado a cambio. El caso de las acciones, hay que precisarlo, sería distinto pues a cambio del dinero se recibe un conjunto de derechos derivados del contrato de sociedad.

El asunto es lo suficientemente complejo para que los operadores, ante esta incertidumbre, opten por captar recursos del público en ofertas privadas de valores sin tener en cuenta los parámetros numéricos del Decreto 1068 tantas veces citado.

55 No es del caso profundizar sobre el tema en este artículo, pero claramente el fenómeno para el cual se diseñó el Decreto 4334 de 2008 (caso DMG), que es el fraude mediante esquemas piramidales, nada tiene que ver con las conductas del Decreto 1981 de 1988, hoy artículo 2.18.2.1 del Decreto 1068 de 2015. Si se repara en las motivaciones del Decreto 4334 de 2008, y en las exigencias que traen sus artículos 5.° y 6.°, para considerar viable la intervención de la Superintendencia de Sociedades, entre otras varias razones, se comprenderá bien por qué se trata de fenómenos distintos, autónomos y con regímenes legales propios. Pero la profundización de este aspecto excede en mucho el alcance del presente escrito.

CONCLUSIONES

Con base en lo anterior se pueden extraer las siguientes conclusiones básicas.

1. Desde 1979, el concepto de valor tenía relevancia en materia de mercado de valores. Incluso, desde 1991 las autoridades tenían competencia para fijar los requisitos que deberían llenar los "nuevos valores" que se crearan en el mercado; el proceso de titularización en Colombia se inició a partir del uso de esta facultad.

2. La nueva definición de valor, aunque ciertamente es más amplia, no resulta esencialmente diferente de la de "documentos emitidos en serie o en masa" usada en la Ley 32 de 1979, entre otras cosas porque en ambos casos se precisa que el valor o el documento sea precedido de una "emisión" y que sea de "naturaleza negociable", más allá de si se usa o no para captar recursos del público.

3. La introducción del concepto de valor en la Ley 964 de 2005 no eliminó el uso de la oferta pública de valores, y, en tal sentido, la existencia de sus supuestos sigue identificando lo que se puede llamar "mercado público" y "mercado privado" de valores.

4. Es constitucional y legalmente permitido emitir y ofrecer valores en forma privada. Habrá "mercado privado de valores" siempre que se emitan valores que no sean ofertados públicamente; esto no está prohibido en ninguna parte y el artículo 333 CP, en concordancia con el 6.°, establece que solamente la ley puede establecer límites a la autonomía privada, como lo son los supuestos de captación masiva y habitual.

5. La existencia de un "mercado privado de valores" no solamente está consagrada por el ordenamiento jurídico –*by default* de lo que no está calificado por la oferta pública– sino que es deseable en una economía en la medida en que el Estado debe facilitar el ejercicio de la autonomía privada, y solamente a partir de cierto límite regular, sometiendo a requisitos o prohibiendo.

6. El otorgamiento de la atribución de "regular los valores" dada al Gobierno por el artículo 4.° de la Ley 964 de 2005, según la cual este puede definir cuándo un documento determinado es valor, no puede ser interpretado como un límite al derecho general de libertad consagrado en el artículo 6.° CP. Que el Gobierno pueda calificar un documento como valor en manera alguna significa que un instrumento que es valor en los términos del artículo 2.° deba esperar, para serlo, a que el Gobierno Nacional decida calificarlo, y que en el entretanto

el particular no pueda emitir el instrumento, y si desea ofertarlo públicamente deba solicitar permiso a la autoridad y obtener su autorización previa.

7. Como quedó el texto de la Ley 964 de 2005, sean o no valores unos instrumentos determinados, estos se podrán emitir y ofrecer privadamente, si bien solo podrán ser ofrecidos públicamente cuando tengan la calidad de "valor" (o al menos de documento emitido en serie o en masa, según la actual definición de "oferta pública" que trae el artículo 6.1.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010).

8. El Gobierno Nacional debiera modificar el Decreto 2555 de 2010 y definir lo que debe entenderse por "emisión", lo mismo que unificar la nomenclatura en torno a "valores" y a "documentos emitidos en serie o en masa" o "masiva o serialmente"[56].

9. El Gobierno Nacional debiera clarificar las reglas y unificar los criterios para la emisión privada de bonos, papeles comerciales, acciones, valores emitidos en procesos de titularización y otros valores, a partir, desde luego, de entender el ámbito de lo privado, por oposición a lo público; una opción podría ser la de tener en cuenta si la oferta va dirigida exclusivamente a inversionistas profesionales.

10. Los documentos emitidos bajo la estructura fiduciaria que otorguen derechos de participación en una renta futura *–v.gr.*, FIDIS– debieran tener un trámite de protección al inversionista propio de las normas del mercado de valores ya que tales derechos son, en esencia, idénticos a los valores, aunque no se los reconozca como tales.

11. La Superintendencia Financiera debiera modificar su doctrina vigente y aceptar que en aquellos eventos en los cuales un instrumento reúna las condiciones de valor puede ser emitido y ofrecido, con autorización de la entidad, claro está, si se trata de una oferta pública, sin que sea menester una calificación oficial previa como "valor".

REFERENCIAS

LIBROS Y PAPERS

ANDI. *La reforma del mercado de valores: contenido e implicaciones. La perspectiva del sector empresarial*, LUIS CARLOS VILLEGAS (present.), Bogotá.

56 Ver, p. ej., arts. 2.6.8.17, 2.14.2.2.2 pará. 2, 6.1.1.1.1, 6.6.1.1.1, 2.14.2.2.2, 2.31.4.1.10 y 5.6.[illegible] del Decreto 2555 de 2010.

COX, JAMES D., ROBERT W. HILLMAN y DONALD C. LANGEVOORT. *Securities regulation*, Wolters Kluwer Law and Business, 2009.

LÓPEZ ROCA, LUIS FERNANDO. *El principio de igualdad en la actividad financiera*, Bogotá, Universidad Externado de Colombia, 2012.

LOSS, LOUIS, JOEL SELIGMAN y TROY PAREDES. *Fundamentals of securities regulation*, Wolter Kluwers, Law and Business, 2009.

MECKLING, WILLIAM H. y MICHAEL C. JENSEN. *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, Harvard Business School, University of Rochester, 1976, disponible en: http://www.sfu.ca/~wainwrig/Econ400/jensen-meckling.pdf

PALMITER, ALAN R. *Securities regulation*, 5.ª ed., Wolters Kluwer, Law & Business, 2011.

VARÓN PALOMINO, JUAN CARLOS y ABELLA ABONDANO, GERMÁN DARÍO. *Derechos fiduciarios y mercado de valores*, Bogotá, Legis y Universidad de los Andes, 2013.

JURISPRUDENCIA

SEC v. Glen W. Turner Enterprises, Inc., 474 F.2d 476 (9th Cir. 1973).

SEC v. W. J. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946).

United States v. Leonard, 529 F.3d 83 (2d Cir. 2008).

Wax v. Fox Hills Development Corp, 24 F.3d 1016 (7th Cir. 1994).

Williamson v. Tucker, 645 F.2d 404 (5th Circ. 1981).

LEYES, DECRETOS Y NORMAS

Código de Comercio.

Constitución Política de 1991.

Decreto 1026 de 1990.

Decreto 1981 de 1988.

Decreto 2360 de 1993.

Decreto 2555 de 2010.

Decreto 4333 de 2008.

Decreto 4334 de 2008.

Estatuto Orgánico del Mercado Público de Valores.

Ley 32 de 1979.

Ley 35 de 1993.

Ley 964 de 2005.

Resolución 400 de 1995.

Securities Act Rel. n.° 5347 de 1973.

Superintendencia de Valores (hoy Superintendencia Financiera). Concepto 20056-[illegible] de 27 de julio de 2005.

JORGE ARMANDO CORREDOR HIGUERA*

Estructura institucional del mercado de valores

Es del caso establecer una definición de lo que se entiende por sistema financiero en aras de contextualizar el punto que corresponde desarrollar en este capítulo. Los sistemas financieros son "el conjunto de intermediarios, mercados e instrumentos que enlazan las decisiones de ahorro con las de gasto, esto es, que transfieren renta desde las unidades excedentarias hasta las deficitarias"[1]. Ahora bien, dentro de dicho sistema existen un mercado monetario y un mercado de capitales, teniendo como elemento diferenciador el plazo en que se ofrece y demanda financiamiento, siendo en el mercado monetario a corto plazo y en el de capitales a mediano y corto plazo[2].

Ahora bien, este mercado de capitales a su vez se puede dividir en mercado crediticio o "intermediado" y mercado de valores o "no intermediado". El mercado intermediado se materializa entre entidades de crédito e inversionistas, a través de procesos de captación y colocación de recursos por parte de aquel; mientras que en el mercado no intermediado se apela a los valores con el fin de obtener financiamiento del público con una contraprestación de rentabilidad garantizada en dichos valores negociables[3].

En cuanto al mercado de valores de refiere, es procedente realizar una diferenciación entre mercado primario y mercado secundario. En los mercados primarios se captan recursos del público a través de una oferta pública de valores por medio de la cual se reconocen a los inversionistas derechos de carácter crediticio o participativo consignados en los valores objeto de la oferta. En lo concerniente a los mercados secundarios, se negocian valores ya emitidos a través de criterios objetivos de oferta y demanda[4].

---

* Abogado de la Universidad Nacional de Colombia, especialista en Derecho Privado Económico de la Universidad Nacional de Colombia, LL.M. en Derecho Internacional, Inversiones, Comercio y Arbitraje de la Universidad de Heidelberg-Universidad de Chile. Docente investigador del Departamento de Derecho Financiero y Bursátil de la Universidad Externado de Colombia y profesor en pregrado y posgrado de la Facultad de Derecho de la Universidad Externado de Colombia. Contacto: jorgearmando.corredor@gmail.com

1 NIETO CAROL, UBALDO. *El mercado de valores. Organización y funcionamiento*, Civitas, 1993, p. 31.

2 Ibíd.

3 Ver ibíd., p. 32; LEROY MILLER, ROGER y PULSINELLI, ROBERT. *Moneda y banca*, 2.ª ed., Bogotá, McGraw-Hill, 1996, pp. 68 s.

4 REGALDE CASTELLS, ANDRÉS. "Acotaciones del derecho de los mercados de 'valores' e 'instrumentos financieros' en tiempos de cambio (supervisión, transparencia y nuevos productos

No olvidar: en el mercado de valores existe una transferencia de recursos de alguien que tiene un superávit a otro que tiene un déficit a través de valores que reconocen derechos crediticios o de participación a sus tenedores.

El mercado de valores se fundamenta en la confianza y la estabilidad que se deben otorgar a los inversionistas, las cuales se materializan por medio de la adecuada y oportuna información que se les suministra, con el fin de que conozcan cuáles son las condiciones económicas, contables y jurídicas de las empresas que realizaron la emisión de valores y, de esta manera, puedan tomar una decisión informada sobre los valores objeto de negociación. Bajo dicho enunciado, surge la obligación de contar con una información confiable, oportuna y objetiva por parte de los participantes del mercado de valores.

Lo anterior a través de sistemas de información administrados por el Estado, en el caso colombiano por medio del Sistema Integral de Información del Mercado de Valores (SIMEV), que se expone a continuación.

I. SISTEMA INTEGRAL DE INFORMACIÓN DEL MERCADO DE VALORES (SIMEV)

La Ley 964 de 2005 –ley marco del mercado de valores colombiano– en su artículo 7.º creó el Sistema Integral de Información del Mercado de Valores con el fin de permitirles a los participantes de dicho mercado contar con un mecanismo idóneo para acceder a toda la información disponible.

La ley marco definió al SIMEV como "el conjunto de recursos humanos, técnicos y de gestión que utilizará la Superintendencia Financiera de Colombia para permitir y facilitar el suministro de información al mercado"[5].

Ahora bien, dentro de las características del SIMEV se debe recalcar que la información aludida es pública, estando a disposición de todo el público a través del sistema website creado para tal fin por la Superintendencia Financiera

financieros)", en *Estudios de derecho mercantil. En memoria del Profesor Aníbal Sánchez Andrés*, JUAN CARLOS SÁENZ GARCÍA DE ALBIZU, FERNANDO OLEO BANET y AURORA MARTÍNEZ FLÓREZ (coords.), Thomson Reuters, p. 1155.

5 En este mismo sentido, ver art. 5.1.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010: "El Sistema Integral de Información del Mercado de Valores, SIMEV, es el conjunto de recursos humanos, técnicos y de gestión que utilizará la Superintendencia Financiera de Colombia para permitir y facilitar el suministro de información al mercado".

de Colombia. Cualquier persona con acceso a internet puede conocer toda la información que reposa en dicho sistema de una forma segura, y con la certeza de que no ha sido adulterada.

Tal situación encuentra una excepción en lo correspondiente al principio de relevancia dirigida, en virtud del cual la Superintendencia puede no publicar de forma inmediata en el SIMEV una sanción impuesta a una de sus vigiladas con el propósito de evitar poner en riesgo la estabilidad del mercado, cumpliendo con ello uno de los objetivos de la intervención del Estado en el mercado.

SIMEV: facilita el acceso de información al mercado.

Si bien es cierto que el supervisor tiene la obligación de administrar el SIMEV, ello no trae como consecuencia que este deba responder por la veracidad de la información consignada en dicho sistema, ni mucho menos por las consecuencias jurídicas y económicas que pueda acarrear. El propio legislador determinó que "la inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores no implicará calificación ni responsabilidad alguna por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia acerca de las personas naturales o jurídicas inscritas ni sobre el precio, la bondad o la negociabilidad del valor, o de la respectiva emisión, ni sobre la solvencia del emisor".

La administración del SIMEV no conlleva responsabilidad respecto de la veracidad de la información.

Ahora bien, las mismas disposiciones normativas establecen que el SIMEV está conformado por el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE), el Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores (RNAMV) y el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores (RNPMV).

	Registro Nacional de Valores y Emisores
SIMEV	Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores
	Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores

En cuanto al Registro Nacional de Valores y Emisores se refiere, tiene por objeto inscribir las clases y tipos de valores, así como los emisores de los mismos y las emisiones que estos efectúen, y certificar lo relacionado con la inscripción de dichos emisores y clases y tipos de valores.

En el Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores se inscriben las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera que cumplan actividades del mercado de valores[6] en los precisos términos del artículo 73 de la Ley 964 de 2005[7].

---

6 Art. 3.° Ley 964 de 2005: "*Actividades del Mercado de Valores*. Serán actividades del mercado de valores:
"a) La emisión y la oferta de valores;
"b) La intermediación de valores;
"c) La administración de fondos de valores, fondos de inversión, fondos mutuos de inversión, fondos comunes ordinarios y fondos comunes especiales;
"d) El depósito y la administración de valores;
"e) La administración de sistemas de negociación o de registro de valores, futuros, opciones y demás derivados;
"f) La compensación y liquidación de valores;
"g) La calificación de riesgos;
"h) La autorregulación a que se refiere la presente ley;
"i) El suministro de información al mercado de valores, incluyendo el acopio y procesamiento de la misma;
"j) Las demás actividades previstas en la presente ley o que determine el Gobierno Nacional, siempre que constituyan actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores.
"Parágrafo 1.° Las entidades que realicen cualquiera de las actividades señaladas en el presente artículo, estarán sujetas a la supervisión del Estado".

7 Art. 75: "*Alcance, derogatorias e interpretación*.
"[...]
"Parágrafo 3.° Para los efectos de la presente ley se entenderá por:
"1. *Entidades sometidas a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia de Valores*. Las bolsas de valores, las bolsas de bienes y productos agropecuarios y agroindustriales y sus miembros, las bolsas de futuros y opciones y sus miembros, las sociedades que realicen la compensación y liquidación de valores, contratos de futuros, opciones y otros; las sociedades comisionistas de bolsa, los comisionistas independientes de valores, las sociedades administradoras de fondos de inversión, las sociedades administradoras de depósitos centralizados de valores, las sociedades calificadoras de valores, las sociedades titularizadoras, los fondos mutuos de inversión que a 31 de diciembre de cada año, registren activos iguales o superiores a cuatro mil (4.000) salarios mínimos mensuales legales vigentes a la fecha del respectivo corte, los fondos de garantía que se constituyan en el mercado público de valores, las sociedades administradoras de sistemas de negociación de valores, las cámaras de riesgo central de contraparte, las entidades que administren sistemas de negociación y registro de divisas y las sociedades administradoras de sistemas de compensación y liquidación de divisas.

Finalmente, el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores tiene por objeto la inscripción de las personas naturales que desempeñen los cargos o funciones de tesorero o quien haga sus veces, las personas naturales que realicen operaciones en las mesas de dinero, las personas naturales que gerencien o administren fondos de valores, fondos de inversión y fondos mutuos de inversión, las personas naturales que ejerzan funciones relacionadas con las operaciones que se realizan en las mesas de dinero, así como las demás personas naturales que desempeñen los cargos o funciones que determine el gobierno nacional.

Bajo estos criterios se procederá a analizar de forma somera cada uno de los elementos característicos del SIMEV, en los siguientes términos.

Características	*Registro Nacional de Valores y Emisores*	*Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores*	*Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores*
Objeto	• Inscripción de valores • Inscripción de emisores • Inscripción de emisiones • Certificación de dichas inscripciones	• Inscripción de las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia que cumplan actividades del mercado de valores[8] en los precisos términos del artículo 73 de la Ley 964 de 2005	• Inscripción de las personas naturales que desempeñen los cargos o funciones de tesorero o quien haga sus veces • Inscripción de las personas naturales que realicen operaciones en las mesas de dinero.

"El Gobierno Nacional, mediante normas de carácter general, podrá someter a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia de Valores a los intermediarios de valores que se anuncien al público como prestadores de servicios en el mercado de valores y/o los ofrezcan al público. Igualmente, el Gobierno Nacional, mediante normas de carácter general, podrá someter a la inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia de Valores a las personas que realicen las actividades a que se refiere el artículo 3.° de la presente ley, salvo que se encuentren sujetas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Bancaria". Por otra parte, el precitado artículo determina que están bajo el control exclusivo de la Superintendencia Financiera de Colombia "aquellas entidades que tengan títulos inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores que no se encuentren sometidos por ley a la inspección y vigilancia de otra entidad del Estado".

8 Ver nota 7.

Características	*Registro Nacional de Valores y Emisores*	*Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores*	*Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores*
Objeto		• Inscripción de entidades cuya actividad sea el suministro de información al mercado de valores, los organismos de autorregulación, entidades que administren sistemas de registro de operaciones sobre valores • Intermediarios de valores no sometidos a la supervisión por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia	• Inscripción de las personas naturales que gerencien o administren fondos de valores, fondos de inversión y fondos mutuos de inversión • Inscripción de las personas naturales que ejerzan funciones relacionadas con las operaciones que se realizan en las mesas de dinero *Finalidad*: servir de instrumento para elevar y controlar los estándares de los profesionales señalados, así como facilitar y agilizar el suministro de información al mercado acerca de dichos profesionales
Inscripción	**Ordinaria** Se remite a la Superintendencia Financiera de Colombia la información establecida en el artículo 5.2.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010: - Información relativa al emisor. - Información sobre la emisión y los valores objeto de emisión. **Automática** Se inscriben: - Los valores emitidos, avalados o garantizados por la Nación y el Banco de la República.	**Inscripción general** - Información sobre el agente: estatutos sociales, identificación general, actividades autorizadas, órganos de administración, inscripción en el autorregulador, inscripción en sistemas de negociación registro, inscripción en la Bolsa de Valores de Colombia o en la Bolsa Nacional Agropecuaria, sanciones impuestas, etc.	**Inscripción general** Debe contener como mínimo la siguiente información: 1. Nombres y apellidos. 2. Número del documento de identificación. 3. Nacionalidad. 4. Profesión. 5. Permiso de trabajo, en caso de ser extranjero. 6. Fecha y lugar de nacimiento. 7. Domicilio, dirección y número de teléfono. 8. Dirección de correo electrónico (institucional y personal). 9. Nivel de escolaridad y títulos académicos obtenidos.

Características	*Registro Nacional de Valores y Emisores*	*Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores*	*Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores*
Inscripción	- Los valores de contenido crediticio emitidos por establecimientos de crédito. - Los valores emitidos por carteras colectivas escalonadas, cerradas y por fondos de capital privado. - Los bonos emitidos por el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (Fogafin). - Los contratos de derivados financieros. - Los certificados de depósito de productos agropecuarios, agroindustriales u otros *commodities*. - Los certificados fiduciarios con subyacente agropecuario, agroindustrial o de otros *commodities*. - Los contratos que se transen a través de bolsas de productos agropecuarios, agroindustriales o de otros *commodities*. - Los *títulos emitidos en los procesos de titularización de activos distintos a los regulados por la* Ley 546 de 1999. - Los *títulos emitidos en procesos de titularización de activos hipotecarios.*	- Información financiera: estados financieros (intermedios y de fin de ejercicio), proyecto de distribución de utilidades para la asamblea general de accionistas. **Inscripciones especiales** • Proveedores de infraestructura y fondos de garantía • Sociedades calificadoras de valores • Fondos mutuos de inversión • Organismos de autorregulación • Sistemas de registro de operaciones • Quienes desarrollen la actividad de suministro de información al mercado de valores • Intermediarios de valores • Intermediarios de valores no vigilados por la Superintendencia Financiera de Colombia	10. Antigüedad y experiencia en el mercado de valores, así como las funciones desempeñadas y motivo del retiro de las dos últimas vinculaciones, cuando a ello hubiere lugar, debidamente certificado por el nominador. 11. Código y nombre de la persona a la que se encuentra vinculado. 12. Tipo de vinculación. 13. Descripción de funciones que desempeña. 14. Entidad de certificación que lo acredita. 15. Modalidad o modalidades de certificación con las que cuenta. 16. Las sanciones en firme de que haya sido sujeto por parte de alguna autoridad competente. **Certificación** La realiza el correspondiente organismo de autorregulación autorizado por la Superintendencia Financiera de Colombia. Por medio de dicho proceso de certificación se acredita la capacidad técnica y profesional, comprendiendo la verificación de los antecedentes personales, y la aprobación y la vigencia del examen de idoneidad profesional, al igual que la formación académica y la trayectoria profesional.

Características	*Registro Nacional de Valores y Emisores*	*Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores*	*Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores*
Inscripción	**Temporal** - Entidades de carácter público propietarias de acciones y bonos convertibles en acciones. - Entidades en procesos concursales propietarias de acciones y bonos convertibles en acciones. *Finalidad*: enajenar dichos valores en oferta pública en el mercado secundario.		El periodo de certificación es de 2 años, el cual puede extenderse a 3 cuando la entidad certificadora establezca un sistema periódico que garantice el cumplimiento de los requisitos mínimos. **Vigencia de la inscripción** Siempre que exista la correspondiente certificación y siempre y cuando siga vinculado a la persona con la cual trabaja.

A manera de colofón se puede establecer que dentro de la regulación del mercado de valores colombiano se cuenta con un mecanismo idóneo denominado SIMEV, por medio del cual todos los participantes de dicho mercado pueden acceder de una forma idónea, oportuna y clara a toda la información y, de esta manera, tomar las decisiones más adecuadas a sus intereses económicos en lo concerniente a la negociación de valores.

2. INTERVINIENTES DEL MERCADO DE VALORES EN COLOMBIA

En este capítulo es oportuno entrar a desarrollar las características y funciones de cada uno de los participantes del mercado de valores en Colombia en aras de tener una visión general de ellos, sin perjuicio de que más adelante a cada uno se dedique un apartado específico de esta obra.

2.1. EMISORES DE VALORES EN COLOMBIA

Como se había establecido, el mercado de valores se caracteriza por la transferencia de recursos a través de instrumentos negociables ("valores"), por parte de los inversionistas hacia agentes que tienen una deficiencia de recursos, a quienes se denomina "emisores". En otras palabras, los emisores, con el fin

de obtener financiamiento del público, realizan una oferta pública de valores, la cual se somete a una serie de condiciones impuestas por el regulador en términos de suministro de información, formas de realizar la oferta pública y requisitos económicos y jurídicos de dicha oferta, todo lo cual busca proteger a los inversionistas.

Por otra parte, no se debe olvidar que todo emisor de valores en Colombia tiene la obligación de solicitar una autorización de la Superintendencia Financiera de Colombia[9] para poder realizar una oferta pública de valores, al igual que tiene la obligación de estar inscrito en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE)[10].

Ahora bien, como en esta obra se dedica un capítulo completo a analizar las características de la oferta pública de valores en Colombia, esta sección se centra en desarrollar lo correspondiente a los diferentes tipos de emisores que han sido reconocidos por el regulador colombiano.

2.1.1. PERSONAS JURÍDICAS DE DERECHO PRIVADO

Se debe partir del presupuesto según el cual el ordenamiento jurídico colombiano no autoriza que personas naturales[11] realicen ofertas públicas de valores, quedando dicha facultad limitada solamente a personas jurídicas de derecho público y privado. Por otra parte, no todas las personas jurídicas de derecho privado están facultadas para realizar una emisión pública de valores en Colombia, quedando solamente autorizadas las consagradas en el artículo 5.2.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010.

---

9 Para mayor información sobre el tema véase lo reglamentado por el Decreto 2555 de 2010, arts. 5.2.1.1.3 ss.

10 Decreto 2555 de 2010, art. 5.2.1.1.1.

11 En el caso de la República Bolivariana de Venezuela, tanto la Ley de Mercado de Valores, de 17 de agosto de 2010 y publicada en la *Gaceta Oficial* n.° 39.489, como la Resolución 037 de 2010 de la Superintendencia Nacional de Valores (arts. 1 y 2) *autorizan a las personas naturales a realizar oferta pública de valores*: "Artículo 1. A los fines de la aplicación de las normas dictadas por la Superintendencia Nacional de Valores en ejercicio de las atribuciones que le confieren la Ley de Mercado de Valores y sus normas, se establecen las siguientes definiciones: 1) Emisor: Toda persona, natural o jurídica, que pretenda emitir valores cuyo proceso de oferta pública esté regido por la Ley de Mercado de Valores…".

2.1.1.1. LAS SOCIEDADES POR ACCIONES

En la legislación comercial colombiana las sociedades por acciones son aquellas que se forman por la reunión de un fondo social suministrado por accionistas que responden hasta por el monto de su respectivo aporte. Ahora bien, en Colombia las sociedades por acciones se clasifican en anónimas, sociedades en comandita por acciones y sociedades por acciones simplificadas (SAS).

Las sociedades anónimas son las sociedades por acciones más importantes, y se caracterizan por la existencia de ánimo de lucro por parte de sus socios, la constitución del capital social a través de acciones y la limitación de la responsabilidad de los socios al monto de su aporte.

Ahora bien, en Colombia se ha establecido una clasificación entre sociedades anónimas cerradas y abiertas, cuyo elemento diferenciador clave es que en estas últimas las acciones se negocian en el mercado público de valores. Igualmente se diferencian en que las sociedades anónimas abiertas: i) negocian sus acciones sin que los socios puedan decidir si invocan el derecho de preferencia, porque ello está siempre legalmente excluido (art. 407 código de comercio); ii) generalmente aglutinan grandes masas de ahorro del público, y iii) están constituidas por un gran número de accionistas[12].

Por otra parte, en lo que se refiere a las sociedades en comandita por acciones, es de señalar que dicho ente societario se constituye por dos tipos de socios, uno llamado "gestor" y otro "comanditario". En dicha sociedad, los aportes de esta se constituyen con los aportes de los socios gestores y de los socios comanditarios, los cuales se representan a través de acciones.

Finalmente, en lo que corresponde a las sociedades por acciones simplificadas, el artículo 4.° de la Ley 1258 de 2008 dispuso que las acciones y demás valores no podrán inscribirse en el Registro Público de Valores y Emisores ni ser negociados en un sistema de negociación, motivo por el cual dichas sociedades no están autorizadas para hacer emisiones públicas de valores.

En este sentido, tanto las sociedades anónimas como las sociedades en comandita por acciones pueden realizar emisión tanto de valores de renta variable, como lo son las acciones, como de renta fija, como es el caso de bonos y papeles comerciales, entre otros.

12 Corte Constitucional. Sentencia C-188 de 2008, M.P.: Manuel José Cepeda Espinosa.

2.1.1.2. LAS SOCIEDADES DE RESPONSABILIDAD LIMITADA

Debido a la naturaleza jurídica de las sociedades de responsabilidad limitada, es decir, por ser sociedades de personas, aquellas están constituidas por un capital societario distribuido en cuotas partes. Por tal razón, en dichas sociedades solo se pueden realizar emisiones de valores de renta fija, tal y como es el caso de bonos y papeles comerciales, ya que por su naturaleza jurídica se hace inviable hacer emisión de valores de renta variable.

2.1.1.3. LAS ENTIDADES SIN ÁNIMO DE LUCRO

En los términos del artículo 633 CC, las personas jurídicas son una ficción jurídica capaz de ejercer derechos y contraer obligaciones. Dichas personas jurídicas pueden ser con ánimo de lucro y sin ánimo de lucro, siendo estas últimas divididas en corporaciones y fundaciones de beneficencia pública. Por razón de la naturaleza jurídica de dichas personas jurídicas, estas solo pueden emitir valores de renta fija, sin que les sea posible emitir valores de renta variable como lo son las acciones.

2.1.1.4. LAS SUCURSALES DE SOCIEDADES EXTRANJERAS

En los términos del artículo 469 del código de comercio, se entiende por sociedades extranjeras a aquellas sociedades constituidas conforme a las leyes de otro país, las cuales tienen a su vez el domicilio principal en el exterior. Dichas sociedades pueden desarrollar su objeto social en Colombia a través de la constitución de sucursales de sociedad extranjera, las cuales se rigen por los criterios determinados en la legislación comercial. Ahora bien, en los términos del artículo 6.11.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010, la sucursal de sociedad extranjera puede hacer un proceso de emisión pública de valores de contenido crediticio, siempre y cuando se materialicen los siguientes requisitos:

> 1. Que el período de operación de la sucursal en el país no sea inferior a tres (3) años. En caso [de] que la sucursal se encuentre en etapa preoperativa o tenga menos de tres (3) años de haber iniciado operaciones en el país, deberá presentar a la Superintendencia Financiera de Colombia un estudio de factibilidad económica, financiera y de mercado o, en el evento [de] que la emisión cuente con el respaldo de la entidad extranjera, demostrar que ésta tiene inscritos valores, en una o más bolsas de valores internacionalmente reconocidas, a juicio de la Superintendencia Financiera de Colombia;

2. Que el plazo de los valores objeto de oferta pública no supere el plazo establecido para la duración de sus negocios en el país;

3. El prospecto y demás documentación soporte de la emisión deberá precisar de manera inequívoca si la emisión cuenta con el respaldo de la entidad extranjera.

En relación con el punto del prospecto de información, el precitado artículo establece que este debe contener la siguiente información:

- El alcance de la obligación de la entidad extranjera, en particular, si se respalda total o parcialmente la emisión de la sucursal y si la obligación de la entidad extranjera es solidaria o subsidiaria.
- El orden de prelación para el pago que tendrán los tenedores de los valores emitidos por la sucursal, en el evento de cualquier procedimiento concursal universal que se adelante judicial o extrajudicialmente contra la entidad extranjera.
- La ley y la jurisdicción aplicables a la obligación de la entidad extranjera, incluyendo una descripción del procedimiento que deba adelantarse para su cobro extrajudicial o ejecución forzosa judicial.

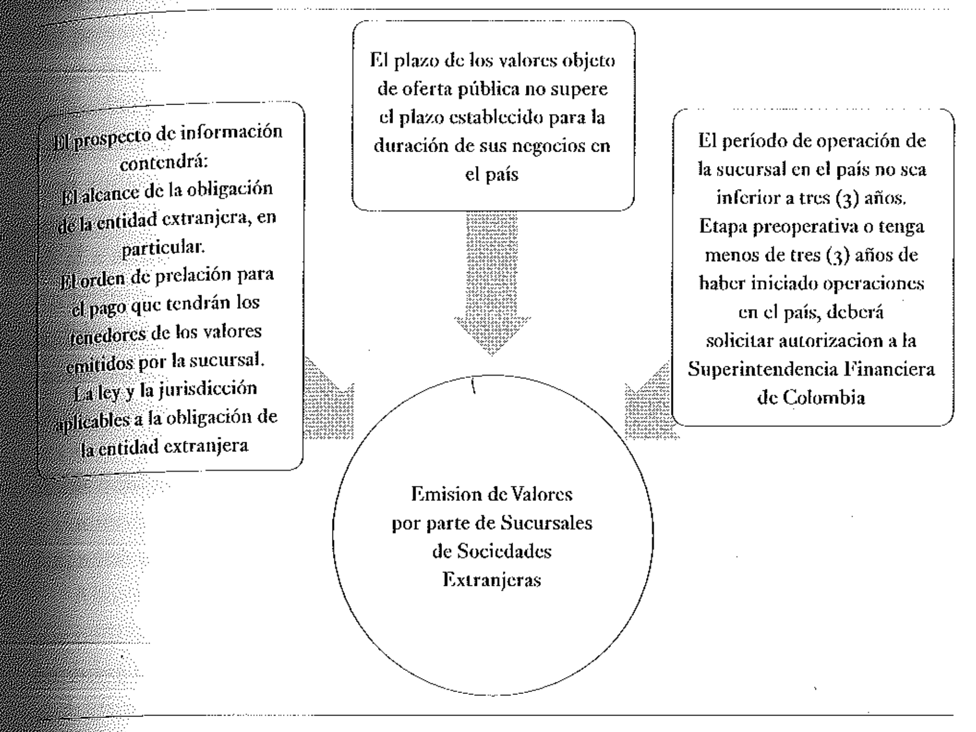
2.1.1.5. LAS ENTIDADES COOPERATIVAS

En los términos de la Ley 79 de 1989[13], se entiende por cooperativa a la "empresa asociativa sin ánimo de lucro, en la cual los trabajadores o los usuarios, según el caso, son simultáneamente los aportantes y los gestores de la empresa, creada con el objeto de producir o distribuir conjunta y eficientemente bienes o servicios para satisfacer las necesidades de sus asociados y de la comunidad en general".

Ahora bien, por razón de la naturaleza jurídica de las entidades cooperativas, estas solo pueden realizar emisiones de valores de contenido crediticio, sin que les sea dable hacer emisiones de valores de renta variable.

13 Ley 79 de 1989, "Por la cual se actualiza la Legislación Cooperativa", *Diario Oficial* n.° 38648 de 10 de enero de 1989.

EMISIÓN DE VALORES DE SUCURSALES DE SOCIEDADES EXTRANJERAS



2.1.2. PERSONAS JURÍDICAS DE DERECHO PÚBLICO

Tal y como ya se estableció, en Colombia solo están autorizados para realizar una oferta pública de valores las personas jurídicas de derecho público y de derecho privado. Así, en los términos del artículo 5.2.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010, las siguientes personas jurídicas de derecho público pueden realizar una emisión pública de valores.

2.1.2.1. LOS GOBIERNOS EXTRANJEROS Y LAS ENTIDADES PÚBLICAS EXTRANJERAS

Dentro de los parámetros del derecho internacional público se puede establecer que el Decreto 2555 de 2010 al hacer referencia a los "Gobiernos Extranjeros" hace alusión a los "Estados", entendidos como sujetos de derecho internacional público, caracterizados como una "una institución jurídico política que tiene

una población establecida sobre un territorio y provista de un poder llamado soberanía"[14].

En cuanto se refiera a las entidades públicas extranjeras, desde la postura del derecho internacional público se alude a las organizaciones internacionales, entendiendo por estas aquellas en las cuales existe "una asociación voluntaria de Estados establecida por acuerdo internacional, dotada de órganos permanentes, propios e independientes, encargados de gestionar unos intereses colectivos y capaces de expresar una voluntad jurídicamente distinta a la de sus miembros"[15].

Ahora bien, el Decreto 2555 de 2010 consagra unos requisitos que deben observarse por parte de dichas personas jurídicas, con el fin de que se les reconozca la calidad de emisores:

1. Los gobiernos extranjeros solo pueden hacer una emisión de valores de deuda.
2. Si la emisión recae sobre valores de contenido crediticio esta debe inscribirse en la Bolsa de Valores de Colombia.
3. La aplicación del principio de reciprocidad, según el cual en el mercado de valores del país emisor los valores emitidos o garantizados por el gobierno colombiano o por entidades públicas colombianas deben ser susceptibles de ser ofrecidos públicamente.
4. En la emisión de valores de contenido crediticio o a la orden estos solo pueden tener la naturaleza jurídica de "a la orden" o "nominativos", emisión que a su vez debe ser administrada por una institución que tenga domicilio en Colombia.
5. Debe existir una calificación por parte de una o más agencias calificadoras reconocidas internacionalmente sobre el valor emitido tanto por entidades públicas extranjeras como de emisiones por parte de gobiernos extranjeros.
6. El emisor debe tener inscritos sus valores en una o más bolsas internacionales reconocidas previo a la materialización de la emisión.
7. Cuando se lleve a cabo una emisión de acciones, los emisores tienen la obligación de informar los derechos societarios de los cuales serían titulares los inversionistas residentes en Colombia y cómo podrán ser ejercidos por estos, al igual que los derechos societarios de los cuales son titulares los inversionistas del país del emisor.
8. Acreditar la inscripción o la oferta de los valores que son ofrecidos en Colombia por parte del organismo de regulación competente cuando tal situación es obligatoria de acuerdo con la normatividad del país del emisor.

14 LIÉVANO GAVIRIA, ENRIQUE. *Derecho internacional público*, 5.ª ed., Bogotá, Temis, 1998, p. 47.

15 MONROY CABRA, MARCO GERARDO. *Derecho internacional público*, 6.ª ed., Bogotá, Temis, 2011, p. 531.

2.1.2.2. LOS ORGANISMOS MULTILATERALES DE CRÉDITO

En términos generales, se entiende por organismos multilaterales de crédito aquellos a través de los cuales los Estados unen esfuerzos con el fin de obtener mecanismos de financiación y materializar procesos de cooperación, entre otros, en aras de fomentar el desarrollo y la cooperación internacional económica ya sea a nivel global o a nivel regional. Dentro de dichos organismos multilaterales se encuentran, a título de ejemplo, el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (Banco Mundial), el Fondo Monetario Internacional y el Banco Interamericano de Desarrollo.

Ahora bien, se debe recalcar que para que sea viable la emisión de valores por parte de dichos organismos se han cumplir los siguientes requisitos: i) Colombia debe haber ratificado el tratado internacional de creación del organismo multilateral de crédito; ii) la emisión debe girar en torno a valores a la orden o nominativos; iii) se debe designar en Colombia una entidad que administre la emisión; iv) la inscripción de los valores en la Bolsa de Valores de Colombia; v) la calificación que corresponda por lo menos a grado de inversión de los valores por parte de una o más agencias calificadores internacionalmente reconocidas por el supervisor, en un periodo de 12 meses anteriores a la fecha de materialización de la oferta.

2.1.2.3. LA NACIÓN Y LAS ENTIDADES PÚBLICAS DESCENTRALIZADAS POR SERVICIOS Y TERRITORIALMENTE

El artículo 18 del Decreto 2681 de 1993 determinó que las entidades estatales pueden emitir "bonos y demás valores de contenido crediticio y con un plazo para su redención", los cuales adquieren la denominación de "títulos de deuda pública".

No obstante, no todas las entidades estatales pueden realizar una emisión de títulos de deuda pública en Colombia, ya que el mismo Decreto 2555 de 2010 en su artículo 5.2.1.1.2 la limita a la Nación y a las entidades descentralizadas por servicios y territorialmente.

Así, el Estado colombiano puede hacer una emisión de títulos de deuda pública en nombre de la Nación. En cuanto a los títulos de deuda pública emitidos por la Nación, por ser parte de otro capítulo de esta obra es de señalar simplemente a título informativo que estos pueden ser títulos de tesorería TES, bonos pensionales, títulos de devolución de impuestos (TIDIS), bonos agrarios, bonos de paz, entre otros.

De igual manera, pueden realizar una emisión de títulos de deuda pública las entidades descentralizadas territorialmente, entre las que se encuentran los departamentos, los distritos especiales y el Distrito Capital, las regiones –en caso de creación dentro de los términos de la ley orgánica–, los municipios, las áreas metropolitanas, las provincias –en caso de creación dentro de los términos de la ley orgánica– y los territorios indígenas.

A su vez, pueden realizar una emisión de títulos de deuda pública las entidades descentralizadas por servicios, entre las que se destacan los establecimientos públicos, las empresas industriales y comerciales del Estado, las empresas sociales del Estado, las empresas oficiales de servicios públicos domiciliarios, las sociedades públicas, las sociedades de economía mixta, entre otras.

Finalmente, la emisión de títulos de deuda pública puede ser interna o externa, según la necesidad del emisor y el cumplimiento de los requisitos legales para tal fin. Veamos.

Tipo de emisión	*Títulos de deuda pública emitidos por la Nación*	*Títulos de deuda pública emitidos por las entidades descentralizadas*
Interna	• Autorización del Ministerio de Hacienda y Crédito Público • Concepto favorable del Consejo Nacional de Política Económica y Social (Conpes)	**Entidades descentralizadas del orden nacional** • Autorización del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, en la cual se determine la oportunidad, características y condiciones de la colocación. • Concepto favorable del Departamento Nacional de Planeación. **Entidades territoriales y sus descentralizadas** • Autorización del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, en la cual se determine la oportunidad, características y condiciones de la colocación de acuerdo con las condiciones del mercado. • Concepto favorable de los organismos departamentales o distritales de planeación, según el caso, con el fin de establecer la justificación técnica, económica y social del proyecto, la capacidad institucional y la situación financiera de la entidad estatal, su plan de financiación por fuentes de recursos y el cronograma de gastos anuales.

Tipo de emisión	*Títulos de deuda pública emitidos por la Nación*	*Títulos de deuda pública emitidos por las entidades descentralizadas*
Externa	• Autorización del Ministerio de Hacienda y Crédito Público. • Concepto de la Comisión de Crédito Público si se trata de títulos de deuda pública externa con plazo superior a un año.	• Autorización para iniciar gestiones por parte del Ministerio de Hacienda y Crédito Público. • Concepto favorable del Departamento Nacional de Planeación. • Autorización de la emisión y colocación, incluida la suscripción de los contratos correspondientes, impartida mediante resolución del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, en la cual se determine la oportunidad, características y condiciones de la colocación de acuerdo con las condiciones del mercado.

2.1.3. OTROS EMISORES

En los términos del artículo 5.2.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010, existen otros emisores que no se pueden catalogar en los términos de personas jurídicas de derecho público ni de derecho privado, entre los que se encuentran los siguientes.

2.1.3.1. LOS PATRIMONIOS AUTÓNOMOS FIDUCIARIOS, CONSTITUIDOS O NO COMO CARTERAS COLECTIVAS (HOY FONDOS DE INVERSIÓN COLECTIVA)

En este escenario nos encontramos ante los procesos de titularización, en los cuales, a través de la figura de la fiducia en administración, se constituyen patrimonios autónomos (conformados por activos tangibles e intangibles) que emiten valores de contenido crediticio, participativo o mixto.

2.1.3.2. LOS FONDOS O CARTERAS COLECTIVAS (HOY FONDOS DE INVERSIÓN COLECTIVA), CUYO RÉGIMEN LEGAL LES AUTORICE LA EMISIÓN DE VALORES

El artículo 76 del Decreto 4327 de 2005 señalaba que son portafolios de inversión los fondos de inversión (administrados por sociedades administradoras de inversión), los fondos de valores (administrados por sociedades comisionistas de bolsa), los portafolios de valores de terceros (administrados por sociedades comisionistas de bolsa), los fondos comunes de inversión (administrados por sociedades fiduciarias), los fondos mutuos de inversión (por personas jurídicas)

y los fondos de capital extranjero (administrados por sociedades comisionistas de bolsa y sociedades fiduciarias).

Con el Decreto 2175 de 2007 los fondos de valores, los fondos de inversión y los fondos comunes de inversión fueron unificados en las carteras colectivas, borrándose la distinción que existía entre estas figuras. Ahora bien, con la expedición del Decreto 1242 de 2013 se actualizó el régimen de fondos en Colombia y se acogió la denominación de "fondos de inversión colectiva" (FIC).

En cuanto a estos últimos, tanto los FIC cerrados como los bursátiles están autorizados para emitir unidades participaciones, los cuales son valores, en los términos del artículo 2.° de la Ley 964 de 2005.

2.1.3.3. LAS UNIVERSALIDADES DE QUE TRATA LA LEY 546 DE 1999

El artículo 12 de la Ley 546 de 1999[16] consagra la posibilidad de generar procesos de titularización sobre los créditos constituidos en aras de financiar la adquisición y construcción de vivienda y las garantías de estos, al igual que los contratos de leasing habitacional, incluyendo los bienes inmuebles que constituyen su objeto, todos ellos celebrados por los establecimientos de crédito, las entidades del sector solidario, las sociedades mutualistas de ahorro y crédito, las cooperativas financieras, los fondos de empleados y el Fondo Nacional del Ahorro, las sociedades fiduciarias y las sociedades titularizadoras, para que a través de la constitución de universalidades se emitan títulos hipotecarios sobre dichos activos.

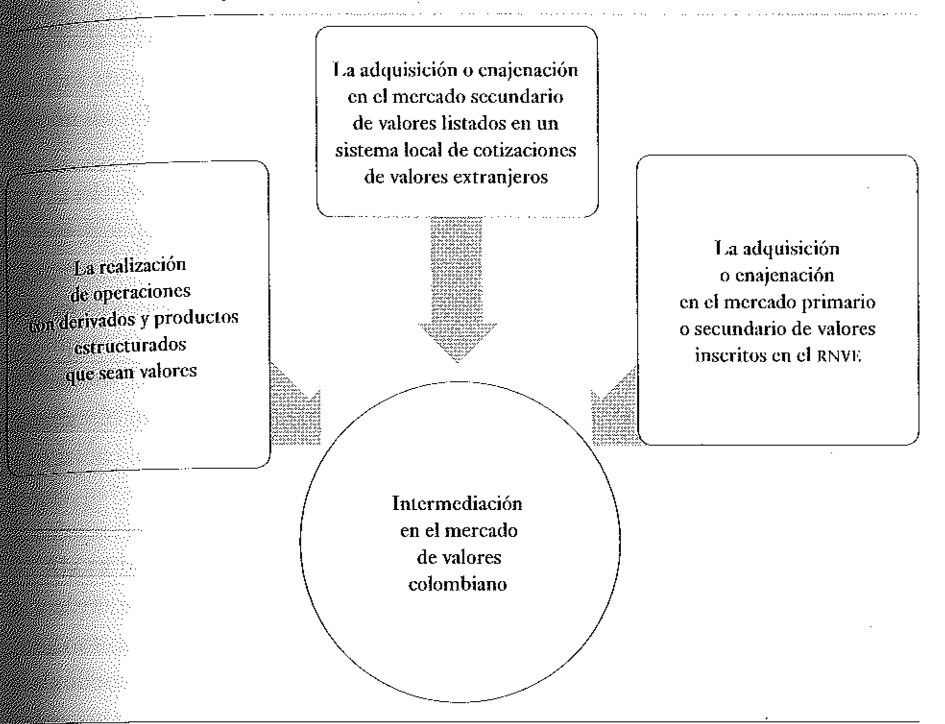
2.2. INTERMEDIARIO DE VALORES EN COLOMBIA

La intermediación de valores es considerada una actividad del mercado de valores en Colombia. Se entiende por intermediación "la realización de operaciones que tengan por finalidad o efecto el acercamiento de demandantes y oferentes en los sistemas de negociación de valores o en el mercado mostrador,

16 Ley 546 de 1999, "Por la cual se dictan normas en materia de vivienda, se señalan los objetivos y criterios generales a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular un sistema especializado para su financiación, se crean instrumentos de ahorro destinado a dicha financiación, se dictan medidas relacionadas con los impuestos y otros costos vinculados a la construcción y negociación de vivienda y se expiden otras disposiciones", *Diario Oficial* n.° 43.827 de 23 de diciembre de 1999.

sea por cuenta propia o ajena"[17]. El siguiente gráfico desarrolla el esquema de intermediación en Colombia.

ESQUEMA DE INTERMEDIACIÓN EN COLOMBIA



Ahora bien, por razón de la importancia de las actividades desarrolladas por los intermediarios de valores y para proteger los intereses de los inversionistas, el marco regulatorio colombiano impone una serie de conductas a los intermediarios en aras de buscar la transparencia y la confiabilidad en el funcionamiento del mercado de valores. Si bien el tema correspondiente a los deberes de conducta de los intermediarios en el mercado de valores es desarrollado en otro capítulo de esta obra, a continuación se enuncian dichos deberes, con el fin de que los lectores tengan una primera información al respecto.

17 Art. 1.5.1.1 del Decreto 1121 de 2008, "Por el cual se reglamenta la actividad de intermediación en el mercado de valores y se dictan otras disposiciones".

Deberes de los intermediarios del mercado de valores	
Deberes generales	*Deberes especiales*
• Transparencia • Honestidad • Lealtad • Imparcialidad • Idoneidad • Profesionalismo • Cumplimiento de las obligaciones contractuales y legales de su actividad	• Deber de información • Deber frente a los conflictos de intereses • Deber de documentación • Deber de reserva • Deber de separación de activos • Deber de valoración • Deber de mejor ejecución de las operaciones • Deber de asesoría frente a los clientes inversionistas

2.2.1. CLASIFICACIÓN DE LOS INTERMEDIARIOS DE VALORES EN COLOMBIA

En los términos del Decreto 2555 de 2010, los intermediarios en el mercado de valores en Colombia se clasifican en dos grupos:

2.2.1.1. INTERMEDIARIOS NO VIGILADOS POR LA SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Son aquellas entidades públicas no vigiladas por el supervisor que son autorizadas para realizar operaciones directamente sobre valores a través de algún sistema de negociación, entidades que tienen la obligación de pertenecer a un organismo de autorregulación del mercado de valores. A pesar de que dichos intermediarios no están vigilados por la Superintendencia Financiera, tienen la obligación de inscribirse en el Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores (RNAMV).

2.2.1.2. INTERMEDIARIOS DE VALORES VIGILADOS POR LA SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Son aquellos intermediarios vigilados por la Superintendencia Financiera que tienen la posibilidad de acceder de forma directa a un sistema de negociación de valores o a un sistema de registro de operaciones sobre valores con el objeto de realizar o registrar cualquier operación de intermediación de valores.

2.2.2. OPERACIONES DE INTERMEDIACIÓN DE VALORES EN COLOMBIA

Si bien es cierto que el tema de la intermediación en el mercado de valores se desarrolla en otro acápite de esta obra, es importante que el lector tenga una primera aproximación general sobre las principales operaciones de intermediación de valores en Colombia, entre las que se destacan las siguientes.

2.2.2.1. OPERACIONES DE COLOCACIÓN

La operación de colocación de valores, también denominada como *urderwriting*, es aquel contrato por medio del cual una parte se compromete a colocar o comprar al emisor de valores una parte o toda la emisión que realiza[18]. Así, el Decreto 1121 de 2008 en su artículo 1.5.1.1 define dicha operación como aquella en la cual "el intermediario colocador garantice la totalidad o parte de la emisión o adquiera la totalidad o parte de los valores de la misma por cuenta propia, para colocarlos posteriormente en el mercado; así como las operaciones de colocación de valores al mejor esfuerzo".

Ahora bien, es del caso señalar que el mismo artículo consagra tres tipos de *underwriting*: *underwriting* en firme, en el cual el colocador o *underwriter* se compromete a colocar toda la emisión de valores, ya que compra toda la emisión y luego la pone a disposición de los interesados, asumiendo todo el riesgo; *underwriting* en garantía, en el cual el *underwriter* garantiza la colocación de los valores en un tiempo determinado, tiempo que una vez transcurrido trae como consecuencia que el colocador debe adquirir el resto de la emisión que no hubiese sido capaz de colocar; y *underwriting* al mejor esfuerzo, en el que el colocador se compromete a colocar los valores en un tiempo determinado, sin que esté obligado a adquirir los valores que no pudo colocar[19].

---

18 Ver, sobre el particular, RODRÍGUEZ AZUERO, SERGIO. *Contratos bancarios, su significación en América Latina*, 5.ª ed., Bogotá, Legis, 2002, p. 435; ARRUBLA PAUCAR, JAIME. *Contratos mercantiles*, t. II, Bogotá, Diké, 1997, p. 190; LAFONT PIANETTA, PEDRO. *Manual de contratos*, t. II, Bogotá, Ediciones Librería del Profesional, 2001, p. 671: "Convenio en virtud del cual una parte se obliga para con otra, a cambio de una remuneración, a llevar a cabo todo o parte del proceso de captación de los recursos del público, mediante la colocación o la compra directa al emitente, dentro de los plazos y del monto que se haya convenido".

19 Sobre el particular ver ibíd.

Finalmente, se debe recalcar que en Colombia están autorizados para realizar operaciones de *underwriting* o colocación las sociedades comisionistas de bolsa de valores, las sociedades comisionistas independientes de valores y las corporaciones financieras.

2.2.2.2. OPERACIONES DE CORRETAJE

El artículo 1340 del código de comercio establece que "se llama corredor a la persona que, por su especial conocimiento de los mercados, se ocupa como agente intermediario en la tarea de poner en relación a dos o más personas, con el fin de que celebren un negocio comercial, sin estar vinculado a las partes por relaciones de colaboración, dependencia, mandato o representación".

De dicha definición se puede desprender que en el contrato de corretaje existe un profesional especializado, que en nuestro caso es un profesional experto en el funcionamiento del mercado de valores, que tiene como obligación la de acercar a la persona que le otorgó el encargo con potenciales contrapartes contractuales para buscar la celebración de futuras operaciones sobre valores, sin que lo anterior genere una intervención directa del corredor en el contrato.

Ahora bien, es de señalar que las operaciones de corretaje recaen sobre valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores o de valores extranjeros inscritos en un sistema local de cotizaciones de valores extranjeros. Por otra parte, están autorizados a celebrar operaciones de corretaje en Colombia las sociedades comisionistas de bolsa de valores, las sociedades comisionistas independientes de valores y las sociedades comisionistas de bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros *commodities*.

2.2.2.3. CONTRATOS DE COMISIÓN PARA LA COMPRA Y VENTA DE VALORES

El artículo 1287 del código de comercio establece: "La comisión es una especie de mandato por el cual se encomienda a una persona que se dedica profesionalmente a ello, la ejecución de uno o varios negocios, en nombre propio, pero por cuenta ajena".

No se debe perder de vista que el contrato de comisión sobre valores es una especie de contrato de mandato sin representación, es decir que, si bien la actuación del mandatario se hace por cuenta y en interés del mandante, frente a terceros la posición es la de contratante directo y los efectos usualmente se radican en forma directa en cabeza del mandatario, quien posteriormente los transfiere al mandante[20].

Ahora bien, es de señalar que las operaciones de comisión recaen sobre valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores o de valores extranjeros inscritos en un sistema local de cotizaciones de valores extranjeros. Por otra parte, están autorizados a celebrar operaciones de corretaje en Colombia las sociedades comisionistas de bolsa de valores, las sociedades comisionistas independientes de valores y las sociedades comisionistas de bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros *commodities*.

2.2.2.4. OPERACIONES DE ADQUISICIÓN Y ENAJENACIÓN DE VALORES INSCRITOS EN EL REGISTRO NACIONAL DE VALORES Y EMISORES O EN UN SISTEMA LOCAL DE COTIZACIONES DE VALORES EXTRANJEROS MATERIALIZADOS POR PARTE DE CIERTAS ENTIDADES VIGILADAS POR EL SUPERVISOR

El Decreto 1121 de 2008 trae un listado de entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera que cumplen funciones de intermediación en el mercado de valores. Veamos.

2.2.2.4.1. LAS SOCIEDADES COMISIONISTAS DE BOLSA DE VALORES, LAS SOCIEDADES ADMINISTRADORAS DE INVERSIÓN Y LAS SOCIEDADES FIDUCIARIAS COMO ADMINISTRADORAS DE CARTERAS COLECTIVAS

Aunque este tema es desarrollado en el capítulo correspondiente a los inversionistas institucionales, no se debe perder de vista que en el ordenamiento jurídico colombiano las carteras colectivas (hoy fondos de inversión colectiva) son administradas por las sociedades comisionistas de bolsa de valores, sociedades fiduciarias y sociedades administradoras de inversión, razón por la cual dichas entidades tienen la naturaleza jurídica de intermediarios de valores.

---

20 RODRÍGUEZ AZUERO. *Contratos bancarios, su significación en América Latina*, cit., p. 741.

2.2.2.4.2. LAS SOCIEDADES FIDUCIARIAS, LAS SOCIEDADES ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE PENSIONES Y CESANTÍAS Y LAS COMPAÑÍAS DE SEGUROS EN SU CALIDAD DE ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE PENSIONES VOLUNTARIOS

Se debe recalcar que la Ley 100 de 1993 autorizó a los afiliados al régimen pensional de ahorro individual con solidaridad cotizar de forma periódica u ocasional sumas superiores a los límites establecidos como cotización obligatoria, en aras de incrementar los saldos de las cuentas de ahorro y de esta manera poder pensionarse con mejores condiciones en materia de mesadas y tiempo[21].

2.2.2.4.3. LAS SOCIEDADES COMISIONISTAS DE BOLSA DE VALORES Y LAS SOCIEDADES FIDUCIARIAS EN SU CALIDAD DE FONDOS DE INVERSIÓN DE CAPITAL EXTRANJERO

El Decreto 2080 de 2000[22] define los fondos de inversión extranjera como "aquel patrimonio organizado bajo cualquier modalidad, en Colombia o en el extranjero, con recursos aportados por una o más entidades o personas naturales o jurídicas extranjeras, con el propósito de realizar inversiones en el mercado público de valores. Los fondos de capital del exterior pueden ser institucionales o individuales"[23].

---

21 Ley 100 de 1993, Régimen de la Seguridad Social: "Artículo 62. *Cotizaciones voluntarias.* Los afiliados al Régimen de Ahorro Individual con Solidaridad podrán cotizar, periódica u ocasionalmente, valores superiores a los límites mínimos establecidos como cotización obligatoria, con el fin de incrementar los saldos de sus cuentas individuales de ahorro pensional, para optar por una pensión mayor o un retiro anticipado"; "Artículo 63. *Cuentas individuales de ahorro pensional.* Las cotizaciones obligatorias y voluntarias se abonarán a la cuenta individual de ahorro pensional del afiliado a prorrata del o los fondos de pensiones que éste elija o a los que sea asignado de acuerdo con la reglamentación que expida el Gobierno Nacional, de forma que la cuenta estará conformada por las subcuentas que incorporarán lo abonado en cada fondo".

22 Decreto 2080 de 2000, "Por el cual se expide el Régimen General de Inversiones de capital del exterior en Colombia y de capital colombiano en el exterior".

23 En los términos del artículo 27 del Decreto 2080 de 2000, los fondos de inversión extranjera son: "a) Aquellos que se constituyen por parte de una pluralidad de personas o entidades extranjeras o aquellos constituidos por una sola persona o entidad extranjera, cuyos recursos provienen de colocaciones privadas o públicas de cuotas o unidades de participación en el exterior, y su objeto principal sea el de realizar inversiones en uno o varios mercados de capitales del mundo;

A partir del Decreto 4800 de 2010 se eliminaron los fondos de inversión de capital extranjero y se estableció que los inversionistas extranjeros deben designar un administrador en Colombia, que será una sociedad fiduciaria, una sociedad comisionista de bolsa o una sociedad administradora de inversión, las cuales únicamente tendrán que efectuar el registro ante el Banco de la República para poder realizar operaciones, sin requerir agotar los trámite que se exigían para la creación de un fondo.

2.2.2.4.4. LAS SOCIEDADES ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE PENSIONES Y CESANTÍAS EN SU CALIDAD DE ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE PENSIONES OBLIGATORIOS Y DE FONDOS DE CESANTÍAS

En los términos de la Ley 100 de 1993, el régimen de ahorro individual con solidaridad se fundamenta en el ahorro a través de las cotizaciones obligatorias y de los rendimientos financieros obtenidos de estas. Ahora bien, cada una de las cuentas individuales de ahorro conforman un patrimonio autónomo independiente del patrimonio de la administradora de fondos de pensiones, el cual se denomina fondo de pensiones, que es administrado por esta a través de sistemas de multifondos[24], tema que se desarrolla en profundidad en esa obra bajo el tema correspondiente a los inversionistas institucionales.

"b) Los ómnibus que son aquellos que se organizan bajo la modalidad de cuentas colectivas sin participación proindiviso sobre el patrimonio de inversionistas institucionales, administrados por intermediarios internacionales. Los fondos individuales son aquellos fondos de personas naturales o jurídicas del exterior cuyo objeto principal no es realizar operaciones en mercados de capitales pero debido a estrategias financieras canalizan los excesos de tesorería a la inversión en mercados de capitales".

24 El artículo 59 de la Ley 100 de 1993 establece sobre el particular: "El Régimen de Ahorro Individual con Solidaridad es el conjunto de entidades, normas y procedimientos, mediante los cuales se administran los recursos privados y públicos destinados a pagar las pensiones y prestaciones que deban reconocerse a sus afiliados, de acuerdo con lo previsto en este Título. En este régimen las administradoras ofrecerán diferentes fondos de pensiones, esquema 'Multifondos', para que los afiliados una vez informados elijan aquellos que se ajusten en mejor forma a sus edades y perfiles de riesgo, de manera que con una adecuada conformación de la cuenta individual y una eficiente gestión de los recursos por parte de la administradora, se procure el mejor retorno posible al final del periodo de acumulación de aportes o hasta cuando el afiliado y/o sus beneficiarios tengan derecho a la pensión bajo la modalidad de retiro programado, si es del caso".

Por otra parte, la Ley 50 de 1990 consagró la regulación en materia de auxilio de cesantías, según la cual el empleador tiene la obligación de consignar antes del 15 de febrero de cada año las cesantías a que es acreedor el trabajador en el fondo de cesantías que el mismo haya escogido, el cual es administrado por un administradora de fondos de pensiones y cesantías, a través de fondos de inversión de corto y largo plazo[25].

2.2.3. PRINCIPALES INTERMEDIARIOS DE VALORES EN COLOMBIA

A continuación resulta oportuno hacer una descripción de los principales intermediarios de valores en Colombia.

2.2.3.1. SOCIEDADES COMISIONISTAS DE BOLSA DE VALORES

Las sociedades comisionistas de bolsa de valores tienen la naturaleza jurídica de una sociedad anónima autorizada por la Superintendencia Financiera, cuyo objeto social es la celebración de contratos de comisión para la compra y venta de valores. Ahora bien, como el tema se desarrolla de manera detallada en otro capítulo de esta obra, por el momento, en el siguiente cuadro, solo se enuncian las principales funciones de las sociedades comisionistas.

25 El artículo 31 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero establece: "*Obligaciones de las Sociedades Administradoras de Fondos de Cesantía.* Las sociedades administradoras de fondos de cesantía tendrán, entre otras, las siguientes obligaciones:
"[...]
"d. <Literal modificado por el artículo 58 de la Ley 1328 de 2009. El nuevo texto es el siguiente> Invertir los recursos de los fondos en valores de adecuada rentabilidad, seguridad y liquidez, en las condiciones y con sujeción a los límites que para el efecto establezca el Gobierno Nacional, para lo cual podrá establecer dos (2) tipos de portafolios de inversión, uno de corto y otro de largo plazo;
"[...]
"j. <Literal adicionado por el artículo 58 de la Ley 1328 de 2009. El nuevo texto es el siguiente> Ofrecer a los afiliados de los Fondos de Cesantías dos (2) portafolios de inversión, uno de corto y otro de largo plazo, en las condiciones y con sujeción a los límites que para el efecto establezca el Gobierno Nacional".

	Funciones
Sociedades comisionistas de bolsa de valores	Operaciones de colocación o *underwriting*
	Contratos de comisión
	Contratos de corretaje
	Celebrar compraventas con pacto de recompra sobre valores
	Prestar asesoría en actividades relacionadas con el mercado de capitales
	Administrar portafolios de valores de terceros
	Constituir y administrar fondos de valores, los cuales no tendrán personería jurídica
	Otorgar préstamos con sus propios recursos para financiar la adquisición de valores
	Administrar valores de sus comitentes con el propósito de realizar el cobro del capital y sus rendimientos y reinvertirlos de acuerdo con las instrucciones del cliente
	Realizar operaciones por cuenta propia con el fin de dar mayor estabilidad a los precios del mercado, reducir los márgenes entre el precio de demanda y oferta de los mismos y, en general, dar liquidez al mercado
	Constituir y administrar carteras colectivas
	Actuar como intermediario del mercado cambiario

2.2.3.2. SOCIEDADES COMISIONISTAS INDEPENDIENTES DE VALORES

Las sociedades comisionistas independientes de valores son aquellas que cumplen funciones de intermediación en la compra y venta de valores en nombre propio o por cuenta ajena, pero sin ser miembros de una bolsa de valores[26]. A pesar de su naturaleza jurídica, las sociedades comisionistas independientes se

26 Sobre el punto, el artículo 8.º de la Ley 27 de 1990 establece: "*De los comisionistas independientes de valores.* Son comisionistas independientes de valores las sociedades que habitualmente y sin ser miembros de una bolsa de valores, se ocupan de la compra y venta de valores en nombre propio y por cuenta ajena. Los comisionistas independientes de valores se sujetarán, en lo pertinente, al régimen jurídico de las sociedades comisionistas de bolsa y estarán sometidos a la inspección y vigilancia de la Comisión Nacional de Valores en los mismos términos que las sociedades comisionistas de bolsa. No obstante lo anterior, la Comisión Nacional de Valores podrá establecer reglas específicas para los comisionistas independientes distintas de aquellas que disponga para las sociedades comisionistas de bolsa. En todos los casos en que una disposición legal se refiera a los corredores independientes de valores se entenderá que regula los comisionistas independientes de valores".

deben someter, en lo que sea pertinente, al régimen jurídico de las sociedades comisionistas de bolsa de valores, estando a su vez bajo la supervisión de la Superintendencia Financiera[27].

2.2.3.3. SOCIEDADES COMISIONISTAS DE BOLSAS DE BIENES Y PRODUCTOS AGROPECUARIOS, AGROINDUSTRIALES Y OTROS *COMMODITIES*

Dicho intermediario de valores tiene como objeto social la celebración de contratos de comisión y de corretaje para la compra y venta de bienes, productos y servicios agropecuarios, agroindustriales o de otros *commodities*, títulos, valores, derivados, derechos y contratos con origen o subyacente en tales bienes, productos y servicios que se negocien por conducto de esas bolsas[28]; en estos últimos casos, quedando sometidos a las obligaciones generales y específicas en relación con los inversionistas y con el propio mercado que les son aplicables a las sociedades comisionistas de bolsa de valores.

2.2.3.4. OTROS INTERMEDIARIOS

Se pueden traer a colación las siguientes entidades financieras que cumplen funciones de intermediación de valores en Colombia:

27 Al respecto, la Superintendencia Financiera de Colombia ha establecido: "No es conveniente establecer en la ley unas reglas detalladas para las sociedades comisionistas independientes, que en su mayor parte serían simple reproducción de aquellas vigentes para las sociedades comisionistas, y que además, quedarían desactualizadas en la medida en que se modificara el régimen de estas últimas. Si la labor que desarrollan estos dos tipos de sociedades es sustancialmente igual, deben quedar sometidas en principio a las mismas reglas. En este sentido la expresión 'en lo pertinente' que contempla el Proyecto, tiene por objeto hacer claridad en el sentido de que a los comisionistas independientes de valores se les aplica las mismas reglas, salvo aquellas que supongan necesariamente que la sociedad comisionista es un miembro de bolsa, que es el único elemento que distingue estos dos tipos de sociedad. Es este también el sentido del tercer inciso del mismo artículo, que faculta a la Comisión Nacional de Valores para establecer reglas específicas para los comisionistas independientes, distintas de aquellas que la misma Comisión disponga para las sociedades comisionistas de bolsa" (Concepto 96091977 de 20 de diciembre de 1996). Ver, en igual sentido, Concepto 20055-339 de 6 de julio del 2005, disponible en: http://www.superfinanciera.gov.co/Normativa/doctrinas2005/sociedcomindepvalo57.htm

28 Decreto 1511 de 2006, "Por el cual se establecen normas aplicables a las bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros *commodities*, sus miembros y los organismos de compensación y liquidación de las operaciones que se realicen por su conducto y se dictan otras disposiciones".

Intermediario	*Función*
Establecimientos bancarios	• Operaciones de colocación de i) valores de deuda pública, ii) obligaciones que devenguen interés emitidas por municipios, departamentos, por gobiernos extranjeros o por industrias, iii) cédulas hipotecarias que devengan intereses emitidas por bancos hipotecarios que desarrollen su objeto social en Colombia. • Operaciones de intermediación de valores (negociar y descontar pagarés, letras de cambio y demás valores de deuda). • Cotizaciones en firme por cuenta propia para vender y comprar valores de deuda pública de la Nación.
Corporaciones financieras	• Celebrar operaciones sobre bonos convertibles en acciones y sobre acciones tanto en el mercado primario como en el mercado secundario. • Celebrar operaciones de *underwriting*
Compañías de financiamiento	• Celebrar operaciones de *underwriting* • Negociar acciones o bonos emitidos en el mercado OTC. • Adquirir o vender valores de deuda que hayan sido emitidos por entidades de derecho público.
Sociedades fiduciarias	• Administración de FIC • Administradoras de fondos de pensiones voluntarios • Administradoras de fondos de inversión de capital extranjero • Operaciones de compra y venta de valores en desarrollo por causa de encargos fiduciarios de inversión o contratos de fiducia mercantil
Sociedades comisionistas de bolsa de valores Sociedades administradoras de inversión Sociedades fiduciarias	Administradoras de fondos de inversión colectiva

2.3. INVERSIONISTAS

Se entiende por inversionista, en el contexto del mercado público de valores, aquel agente que está dispuesto a dejar sus excedentes de liquidez a los emisores de valores, a cambio de una contraprestación que será pagada en un plazo determinado, de acuerdo con la naturaleza jurídica del valor emitido[29].

Ahora bien, el mismo legislador, en el artículo 4.° de la Ley 964 de 2005, estableció los criterios de identificación de los inversionistas en el mercado público de valores en Colombia, esto es, los volúmenes de inversión, la profesionalidad,

29 BLANCO BARÓN, CONSTANZA. "La Ley 964 y la protección de los inversionistas", en *Cinco años de la Ley 964 de 2005, ¿se están cumpliendo sus objetivos?*, Bogotá, Universidad Externado de Colombia, 2011, p. 240.

la habitualidad y los conocimientos especializados. En relación con lo expuesto, el gobierno nacional dentro de su competencia de intervención en el mercado público de valores, en el artículo 1.5.2.1 del Decreto 1121 de 2008, determinó que cliente –inversionista– es aquel que interviene en cualquier operación de intermediación en la que a su vez participa un intermediario de valores.

A la luz de dichas disposiciones normativas, es de señalar que en Colombia se establecieron dos tipos de inversionistas, los cuales son identificados y categorizados por parte del intermediario de valores:

2.3.1. INVERSIONISTAS PROFESIONALES

Son aquellos que cuentan con una amplia experiencia en el mercado de valores, razón por la cual tienen la capacidad de reconocer o identificar los riesgos propios de las decisiones de inversión que toman en este mercado. En relación con dichos inversionistas, el regulador determinó sus características, así:

1. El cliente debe acreditar al intermediario un patrimonio igual o superior a 10.000 smmlv.

2. El cliente debe acreditar una de las siguientes situaciones:

2.1. Tener la titularidad de un portafolio de inversión de valores igual o superior a 5.000 smmlv.

2.2. Haber realizado de forma directa o indirecta 15 o más operaciones de enajenación o adquisición, durante un periodo de 60 días calendario, en un tiempo que no supere los dos años anteriores al momento en que se vaya a realizar la clasificación del cliente. El valor agregado de estas operaciones debe ser igual o superior al equivalente de 35.000 smmlv.

De igual manera, se puede señalar que tienen la calidad de inversionistas profesionales en Colombia los organismos financieros extranjeros y multilaterales, las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera y las personas que tengan vigente la certificación de profesional del mercado como operador, otorgado por un organismo de autorregulación del mercado de valores.

Ahora bien, esta posición no trae como consecuencia que frente a dichos inversionistas no existan mecanismos de protección en cuanto a las operaciones que desarrollen dentro del mercado de valores.

2.3.2. INVERSIONISTAS CLIENTES

Son aquellos que no tienen las características de un inversionista profesional analizadas en los párrafos anteriores. Frente a este tipo de inversionistas se desprende una mayor protección por parte de los intermediarios de valores, por razón de su poca experiencia en el manejo del riesgo generado por sus decisiones de inversión en el mercado público de valores.

3. LOS PROVEEDORES DE INFRAESTRUCTURA

Por proveedores de infraestructura se entiende todas aquellas entidades cuya finalidad es la de ofrecer un sistema tecnológico e infraestructura física encaminados a facilitar las transacciones que se realicen sobre valores de forma eficiente, transparente y segura[30].

Ahora bien, la ley marco del mercado de valores de Colombia determinó que dentro de las actividades que son propias del mercado de valores se encuentran el depósito y administración de valores, la administración de sistemas de negociación o de registro de valores, futuros, opciones y demás derivados; la compensación y liquidación de valores. A dichas actividades se debe incluir las funciones ejercidas por las cámaras de riesgo de contraparte y los sistemas de registro de operaciones sobre valores.

En concordancia con lo expuesto, el mismo regulador procedió a señalar lo que se debe entender por proveedores de infraestructura en el artículo 11.2.1.6.4 del Decreto 2555 de 2010, en los siguientes términos:

> Artículo 11.2.1.6.4. *Proveedores de Infraestructura*. Para los efectos del presente Título, se entiende por proveedores de infraestructura las bolsas de valores, las

---

30 El Banco de Pagos Internacional señaló sobre la infraestructura de los mercados financieros: "Las FMI desempeñan una función crucial en el sistema financiero y en la economía en su conjunto. A efectos del presente informe, por infraestructura del mercado financiero se entienden los sistemas de pago, las centrales depositarias de valores (CSD), los sistemas de liquidación de valores (SSS), las contrapartes centrales (CCP) y los registros de operaciones (TR). Estas infraestructuras permiten la compensación y liquidación de operaciones monetarias y otras operaciones financieras como los pagos, las transferencias de valores y el registro y administración de los contratos de derivados (incluidos los contratos de derivados de materias primas)". Banco de Pagos Internacional. Principios para las infraestructuras del mercado financiero, Informe de consulta, marzo de 2011, disponible en: http://www.bis.org/publ/cpss94_es.pdf

> bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros *commodities*, las bolsas de futuros y opciones, los almacenes generales de depósito, los administradores de sistemas de compensación y liquidación de valores, contratos de futuros, opciones y otros, los administradores de depósitos centralizados de valores, las cámaras de riesgo central de contraparte, los administradores de sistemas de negociación de valores y de registro de operaciones, los administradores de sistemas de pago de bajo valor, los administradores de sistemas de negociación y de registro de divisas y los administradores de sistemas de compensación y liquidación de divisas y los demás sistemas o mecanismos por medio de los cuales se facilite la negociación o registro de valores, contratos de futuros, opciones, divisas y demás instrumentos financieros.

Bajo dichos antecedentes, a continuación se exponen los principales proveedores de infraestructura[31].

3.1. BOLSAS DE VALORES

Las bolsas de valores ofrecen una infraestructura tecnológica y profesional por medio de la cual de forma especializada y organizada se negocian valores a través de intermediarios de valores autorizados por los reglamentos que para tal fin consagró la misma bolsa, lo que se denomina como "mercado bursátil". La función principal de una bolsa de valores es fomentar la oferta y la demanda de valores, actividad que se materializa principalmente en: facilitar la realización de operaciones, canalizar el ahorro, valorar las acciones, nivelar los desequilibrios en las operaciones, lograr la óptima asignación de los recursos productivos, promover la oferta y demanda de valores, informar con objetividad la información relevante de la negociación, lograr liquidez y difundir la propiedad de los valores.

En cuanto a la organización estructural y funcionamiento de las bolsas de valores en Colombia, la Ley 27 de 1990[32] estableció que dichas entidades

31 BARTOLOMÉ LABORDA, RAFAEL. *La bolsa en el mundo. Organización y funcionamiento de todas las bolsas existentes*, Deusto, 1980, p. 45.

32 Ley 27 de 1990, "Por la cual se dictan normas en relación con las bolsas de valores, el mercado público de valores, los depósitos centralizados de valores y las acciones con dividendo preferencial y sin derecho de voto".

deben tener la naturaleza jurídica de una sociedad anónima, en cuyo caso sus principales accionistas son las sociedades comisionistas, sin desconocer que cualquier persona natural o jurídica pueden tener dicha calidad.

Finalmente, dentro de las funciones de las bolsas de valores se puede destacar: i) la inscripción de valores para su negociación; ii) la implementación de un sistema organizado de negociación que genere condiciones de seguridad y honorabilidad; iii) el establecimiento de reglamentos de la forma de negociación de los valores y de los participantes de dichos sistemas; iv) el informar al público sobre los valores negociados y los emisores; v) el fomento de la negociación de divisas; vi) la administración de sistemas de compensación y liquidación de valores; vii) la administración de sistemas de negociación y de registro de valores; viii) el informar al público las operaciones realizadas y los precios de oferta y demanda de cada una de ellas al finalizar cada sesión de la Bolsa; ix) la administración del sistema de proveedores de precios del mercado para valorización de inversiones, denominado "Infovalmer"; x) el cumplimiento de funciones de autorregulación en los términos del artículo 25 de la Ley 964 de 2005, aunque hoy en día dicha función está concentrada en la AMV.

3.1.1. BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA (BVC)

Como antecedente de las bolsas en Colombia se puede decir que un primer intento de consolidación fue en el año de 1901 con la creación de la Bolsa Popular de Medellín, bolsa de valores que se consolidó en el año de 1961 con el nombre de Bolsa de Valores de Medellín. Posteriormente, Colombia tuvo un desarrollo institucional en materia financiera, principalmente con la creación del Banco de la República y la Superintendencia Bancaria, que, sumado al interés de algunos empresarios de la época, trajo como consecuencia la creación de la Bolsa de Valores de Bogotá en 1928. Posteriormente, en 1983, de creó la Bolsa de Valores de Occidente, con el fin de suplir las necesidades de financiación de grandes empresas del Valle del Cauca e incentivar el intercambio de valores. Finalmente, para responder a las nuevas necesidades globales en materia de negociación de valores y de hacer más eficiente el mercado público de valores colombiano, se creó en el año 2001 la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), en la cual se unificaron las tres bolsas de valores existentes en el país.

3.1.2. BOLSA MERCANTIL DE COLOMBIA (BMC)

Es de señalar que las bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros *commodities*, por expresa disposición normativa, tienen la naturaleza jurídica de una sociedad anónima cuyo objeto social es "organizar y mantener en funcionamiento un mercado público de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros *commodities* sin la presencia física de los mismos, así como de servicios, documentos de tradición o representativos de mercancías, títulos, valores, derechos, derivados y contratos que puedan transarse en dichas bolsas"[33].

No se debe perder de vista que las bolsas tienen la obligación de ofrecer a todos los participantes en el mercado condiciones de seguridad, transparencia y cumplimiento de las obligaciones. Así, dichas bolsas deben ofrecer información clara y oportuna a los participantes del mercado y condiciones de igualdad tanto en el acceso como en las condiciones de negociación de las partes de las operaciones bursátiles que se desarrollan en sus sistemas de negociación.

Hoy en día, la Bolsa Mercantil de Colombia cumple funciones de bolsa de bienes y productos, teniendo como objeto social ofrecer, a los inversionistas, diferentes mecanismos para colocar sus recursos, y a los productores agrícolas, agroindustriales y de otros *commodities*, instrumentos alternos para obtener liquidez.

3.2. SISTEMAS DE NEGOCIACIÓN DE VALORES[34]

Es oportuno realizar una distinción entre lo que se debe entender por mercado bursátil y por mercado extrabursátil –*over the counter*, OTC– con el fin de hacer claridad sobre lo que se debe entender por sistemas de negociación. Por mercados bursátiles se entienden aquellas negociaciones sobre valores que se realizan a través de una bolsa de valores. *A contrario sensu*, por mercado extrabursátil se entienden aquellas transacciones sobre valores que se realizan

33 Art. 1.° del Decreto 1511 de 2006, "Por el cual se establecen normas aplicables a las bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros *commodities*, sus miembros y los organismos de compensación y liquidación de las operaciones que se realicen por su conducto y se dictan otras disposiciones".

34 ABELLA ABONDANO, GERMÁN DARÍO y QUIROGA BARRETO, GUILLERMO. "Sistemas de negociación y de registro de valores y de compensación y liquidación de valores", *Revista de Derecho Privado*, n.° 39, Universidad de los Andes, 2008.

fuera de un sistema de negociación de valores[35], quedando limitado su campo de acción a negociaciones bilaterales de valores.

En este sentido, el Decreto 1120 de 2008 –reglamentario de la Ley 964 de 2005– determina que por sistema de negociación se entiende "un mecanismo de carácter multilateral y transaccional en el cual concurren las entidades afiliadas a tales sistemas con el fin de realizar en firme ofertas sobre valores que se cierren en el sistema y para la divulgación de información al mercado sobre dichas operaciones".

Por otra parte es de precisar que, en los términos del Decreto 1120 de 2008, se entiende por *sistemas de registro de operaciones* "aquellos mecanismos que tengan por objeto recibir y registrar información de operaciones sobre valores que celebren en el mercado mostrador los afiliados a dichos sistemas"[36].

En Colombia existen dos sistemas de transacción de valores, a saber, el Mercado Electrónico Colombiano (MEC) y el Sistema Electrónico de Negociación (SEN). El MEC[37] es un conjunto de actividades, acuerdos, afiliados, normas, procedimientos y mecanismos que tiene por objeto la celebración de operaciones, contratos y transacciones de los afiliados al sistema propios de su régimen legal, sobre derivados financieros y valores distintos a acciones y bonos convertibles en acciones, susceptibles de negociación en la Bolsa de Valores de Colombia. El MEC igualmente:

- Tiene por objeto la recepción y registro de la información de las operaciones sobre valores distintos de acciones y bonos convertibles en acciones inscritos en la Bolsa de Valores de Colombia, que celebren en el mercado mostrador los Afiliados al Sistema o los Afiliados al mismo con personas no afiliadas.

35 Sobre el particular, ver artículo 10 de la Ley 964 de 2005 y Decreto 1121 de 2008.

36 Es de señalar que previo a la expedición del Decreto 1120 de 2008, la Resolución 400 de 1994, en lo que a mercado mostrador se refiere como mecanismo de negociación de renta fija, hacía una diferencia entre sistemas centralizados de operaciones y sistemas centralizados de información para transacciones, siendo el INVERLACE la materialización de tal situación en la negociación de valores de renta fija.

37 El mercado electrónico colombiano contiene varias ruedas donde se han agrupado los títulos según sus características más relevantes. Atendiendo a este criterio, la deuda pública de orden nacional se negocia en las ruedas SPOT, SOLO, R&S, BALO y DEXT; mientras que la deuda privada y pública de orden no nacional se transa en las ruedas DEES, R&SE, SUBA, DSER y PRIM. Finalmente, en la rueda COTI y LIQ se negocia cualquier título según el criterio de quien convoca la cotización. El sistema de registro de deuda pública y privada se realiza en el REG (registro con confirmación) y en *trading* (simultáneas y repos). Ver, para mayor información: https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/descripciongeneral/rentafija

• Comprende el conjunto de actividades, acuerdos, agentes, normas, procedimientos y mecanismos que tienen por objeto la complementación, confirmación, compensación y liquidación de las operaciones celebradas y/o registradas en el Sistema[,] y de las operaciones celebradas y/o registradas en otros sistemas de negociación y registro de operaciones sobre valores que se encuentren debidamente habilitados por el Administrador del Sistema, así como la administración de las garantías asociadas a dichas operaciones, de conformidad con lo dispuesto en el presente Reglamento.

• En la medida en que se encuentre debidamente habilitado y reglamentado por el Administrador, los afiliados podrán registrar las operaciones celebradas por fuera del Sistema entre los afiliados o entre estos y otras personas no afiliadas al Sistema y sobre derivados financieros[38].

Por otra parte, el SEN es administrado por el Banco de la República, y en él se negocian valores –repos, simultáneas, operaciones a plazo y al contado– depositados en el Depósito Centralizado de Valores del Banco de la República, al igual que operaciones de préstamo en el mercado interbancario. En dicho sistema de negociación se utiliza el mecanismo del calce automático[39].

De otro lado, la BVC ofrece plataformas de sistemas transaccionales en donde se negocian valores. Así, en X-Stream se negocia renta variable, y participan exclusivamente las comisionistas de bolsa de valores. El Set FX, administrado por la BVC, es un mecanismo electrónico a través del cual las entidades afiliadas pueden, mediante estaciones de trabajo conectadas a una red computacional, en sesiones de negociación, ingresar ofertas y demandas, cotizar y/o celebrar entre ellas las operaciones, contratos y transacciones propios de su régimen legal en el mercado cambiario. Adicionalmente, las entidades afiliadas podrán registrar las operaciones celebradas entre ellas y consultar información, siendo SET FX la principal referencia en tiempo real para conocer el comportamiento del dólar frente al peso colombiano[40]. Ahora bien, el SET FX administra los mercados spot[41], *next day*[42] y *forward*[43].

38 Artículo 1.1.1.1 del Reglamento del Sistema Centralizado de Operaciones de Negociación y Registro – MEC, Mercado Electrónico Colombiano, disponible en: https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Regulacion/Sistemas_Administrados/Renta_Fija?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=5d9e2b27_11de9ed172b_-2c467f000001&rp.revisionNumber=1&rp.attachmentPropertyName=Attachment&com.tibco.ps.pagesvc.targetPage=1f9a1c33_132040fa022_-78750a0a600b&com.tibco.ps.pagesvc.mode=resource&rp.redirectPage=1f9a1c33_132040fa022_-787e0a0a600b

39 En este sistema de negociación se utilizan dos escalones: en un primer escalón operan únicamente los creadores del mercado o los aspirantes a creadores del mercado autorizados por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público. En el segundo escalón podrán participar, junto con los del primer escalón, los demás agentes que estén inscritos en el Sistema Electrónico de Negociación.

3.3. SISTEMAS DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN

En este punto se debe establecer que cuando se habla de registro, compensación y liquidación se está ante la fase poscontractual del mercado de valores. Después de haberse celebrado una operación sobre el valor, ya sea en mercados bursátiles o OTC, es necesario cumplir con las obligaciones originadas de la operación, es decir, la entrega de los valores y el pago efectivo de estos, al igual que el registro de la operación a través del mecanismo de la anotación en cuenta.

Contratación	
Bursátil	Extrabursátil

↓

Cumplimiento		
Compensación	Liquidación	Anotación en cuenta

La compensación y la liquidación de valores son procesos esenciales, puesto que permiten materializar los traspasos de valores y de pagos entre las contrapartes de una transacción, ya sean estas intermediarios, inversores institucionales o particulares[44]. Los sistemas de compensación y liquidación de valores

40 BVC. Mercado de divisas en Colombia, disponible en: https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/descripciongeneral/divisas

41 En este mercado las transacciones de compra y venta de divisas se realizan de contado, es decir que el mismo día en el que se suscribe la operación, se efectúa el cumplimiento de la misma.

42 Las transacciones se realizan con un plazo de cumplimiento de uno o dos días, de acuerdo con las condiciones negociadas.

43 Al interior de dicho mercado las transacciones se realizan a un plazo superior a tres días.

44 LAZEN, VICENTE. "El proceso de compensación y liquidación de valores: aspectos generales y descriptivos de los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores en Iberoamérica",

representan un elemento esencial en el mercado financiero tanto local como global, ya que permiten tener claridad y seguridad sobre las transacciones que se realizan sobre valores y garantizan el cumplimiento de las obligaciones.

El artículo 9 de la Ley 964 de 2005 reguló lo concerniente a los sistemas de compensación y liquidación en el mercado de valores colombianos. Dicha disposición señala que los sistemas de compensación y liquidación son el "conjunto de actividades, acuerdos, agentes, normas, procedimientos y mecanismos que tengan por objeto la confirmación, compensación y liquidación de operaciones sobre valores".

El aludido artículo 9.° se encargó de definir el concepto de compensación como "[e]l proceso mediante el cual se establecen las obligaciones de entrega de valores y transferencia de fondos de los participantes de un sistema de compensación y liquidación derivadas de operaciones sobre valores". Igualmente, en lo concerniente a la liquidación se establece sobre el punto que es "el proceso mediante el cual se cumplen definitivamente las obligaciones provenientes de una operación sobre valores, donde una parte entrega valores y la otra efectúa la transferencia de los fondos o valores".

Bajo estos criterios, se puede establecer en primera instancia que la finalidad de este sistema es asegurar el cabal cumplimiento de las obligaciones en las operaciones sobre valores, es decir, que se materialice la entrega del valor negociado y el pago del precio pactado.

> La Arquitectura Financiera Internacional se ha pronunciado sobre la materia, teniendo especial relevancia las recomendaciones para los sistemas de liquidación de valores expedidas por el Banco de Pagos Internacional y la IOSCO del año 2001: los sistemas de liquidación de valores (SLV) son un componente fundamental de la infraestructura de los mercados financieros internacionales. En años recientes, los volúmenes de negociación y liquidación han crecido de manera significativa conforme los mercados de valores se han vuelto un canal cada vez más importante para la intermediación de flujos de fondos entre deudores y acreedores, y conforme los inversionistas han podido administrar sus carteras de valores de manera más activa, en parte debido a costes de transacción decrecientes. Los volúmenes de negociación y liquidación transfronterizos han crecido especialmente deprisa, lo que refleja la creciente integración de los mercados internacionales.

en *Estudio sobre los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores en Iberoamérica*, Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores, 2012.

> Comité de Sistemas de Pago y Liquidación Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores. "Recomendaciones para los sistemas de liquidación de valores", Banco de Pagos Internacionales, noviembre de 2001, disponible en: http://www.bis.org/publ/cpss46es.pdf

Ahora bien, es del caso advertir que los sistemas de compensación y liquidación son realizados por instituciones independientes y por fuera de los sistemas de negociación administrados por las bolsas de valores. Igualmente, existen mecanismos de interconexión entre los sistemas de compensación y liquidación y los sistemas de pagos administrados por el Banco de la República para materializar el pago de las obligaciones originadas en la negociación de valores[45].

El sistema de compensación y liquidación se realiza recorriendo los siguientes estadios[46]:

> • *Etapa de confirmación*: en donde las partes determinan el valor negociado, el precio y cuándo se realizará la etapa de liquidación y compensación;
> • *Etapa de compensación*: en ella las partes determinan de forma concreta las obligaciones de la operación, es decir, los valores negociados y el precio de estos. Dicha compensación se puede realizar por los siguientes medios:
> a. *Contrapartida central*: se realiza por medio de una cámara de riesgo de contraparte.
> b. *Bruta*: las obligaciones de las partes se determinan por cada una de las operaciones que hubiesen celebrado.
> c. *Por saldos*: se utilizan cuando existen varias operaciones celebradas entre las partes. Así, las prestaciones finales serán aquellas que las partes se adeuden al final, no teniendo en cuenta cada operación sino la totalidad.
> • *Etapa de liquidación*: en ella se cumplen las obligaciones pactadas en la operación.

Por otra parte, es de advertir que la Ley 964 de 2005 reguló en materia de sistemas de compensación y liquidación lo concerniente al principio de finalidad y a las garantías de los participantes en dichos sistemas.

45 ABELLA ABONDANO y QUIROGA BARRETO. "Sistemas de negociación y de registro de valores y de compensación y liquidación de valores", cit.

46 Ver, sobre el particular, ibíd. y FRADIQUE, CARLOS. *Guía del mercado de valores*, BVC-Brigard & Urrutia, 2014.

Mediante el principio de finalidad se busca que todas las operaciones sobre valores que han sido compensadas y liquidadas queden en firme, y de esta manera se mitigan los riesgos generados por el incumplimiento de las obligaciones originadas en las operaciones sobre valores, en especial por razón de medidas administrativas y judiciales que traigan como consecuencia dicho incumplimiento. En otras palabras, la compensación y liquidación genera que las operaciones estén en firme frente a todo el mundo, sin que exista un mecanismo judicial o administrativo que las pueda revocar[47].

> Artículo 10. *Principio de finalidad en las operaciones sobre valores.* Las órdenes de transferencia de fondos o valores derivadas de operaciones sobre valores, así como cualquier acto que, en los términos de los reglamentos de un sistema de compensación y liquidación de operaciones deba realizarse para su cumplimiento, serán firmes, irrevocables, exigibles y oponibles frente a terceros a partir del momento en que tales órdenes hayan sido aceptadas por el sistema de compensación y liquidación.

47 Cfr. Ley 964 de 2005, art. 10: "Una vez una orden de transferencia haya sido aceptada por el sistema de compensación y liquidación en los términos señalados en esta ley, los valores y los fondos respectivos no podrán ser objeto de medidas judiciales o administrativas, incluidas las medidas cautelares, órdenes de retención o similares, así como las derivadas de normas de naturaleza concursal, de toma de posesión, disolución, liquidación, o acuerdos globales de reestructuración de deudas, que tengan por objeto prohibir, suspender o de cualquier forma limitar los pagos que deban efectuarse a través de dicho sistema. Las órdenes de transferencia aceptadas, los actos necesarios para su cumplimiento y las operaciones que de aquellas se deriven no podrán impugnarse, anularse o declararse ineficaces. Estas medidas sólo surtirán sus efectos respecto a órdenes de transferencia no aceptadas a partir del momento en que sean notificadas al administrador del sistema de acuerdo con las normas aplicables. En el caso de medidas derivadas de normas de naturaleza concursal, de toma de posesión, disolución, liquidación, o acuerdos globales de reestructuración de deudas, dicha notificación deberá hacerse de manera personal al representante legal del administrador del sistema.
"[...]
"Parágrafo 2.º Lo dispuesto en este artículo se entiende sin perjuicio de las acciones que puedan asistir al agente especial, el liquidador, los órganos concursales, a las autoridades pertinentes o a cualquier acreedor para exigir, en su caso, las indemnizaciones que correspondan o las responsabilidades que procedan, por una actuación contraria a derecho o por cualquier otra causa, de quienes hubieran realizado dicha actuación o de los que indebidamente hubieran resultado beneficiarios de las operaciones realizadas.
"Parágrafo 3.º Lo previsto en el presente artículo será aplicable a las operaciones que se efectúen tanto en el mercado mostrador como a las que se realicen en los sistemas de negociación de valores, a partir del momento en que hayan sido aceptadas por el sistema de compensación y liquidación".

> Se entiende por orden de transferencia la instrucción incondicional dada por un participante a través de un sistema de compensación y liquidación de valores para que se efectúe la entrega de un valor o valores, o de determinada cantidad de fondos a un beneficiario designado en dicha instrucción.
>
> Para efectos de esta ley, se entiende que una orden de transferencia ha sido aceptada cuando ha cumplido los requisitos y controles de riesgo establecidos en los reglamentos del respectivo sistema de compensación y liquidación, adoptados conforme a las disposiciones pertinentes.

En cuanto a las garantías que se otorgan en los sistemas de compensación y liquidación, estas no pueden ser objeto de medidas judiciales o administrativas hasta que no se cumpla con las órdenes u operaciones realizadas en tal sistema. Igualmente, los actos por medio de los cuales se creen, sustituyan o incremente las garantías no son revocables, razón por la cual no se pueden anular, impugnar o declarar ineficaces. Finalmente, dichas garantías pueden ser exigidas directamente de acuerdo con los reglamentos del sistema de compensación y liquidación, sin que sea necesaria su exigencia por la vía judicial.

3.4. DEPÓSITOS CENTRALIZADOS DE VALORES

Son personas jurídicas autorizadas por la Superintendencia Financiera de Colombia cuya función principal es la celebración de contratos de depósitos sobre valores. A través de dichos contratos el depósito se obliga a administrar[48] y custodiar los valores que le son entregados, al igual que a registrar las enajenaciones y los gravámenes que recaigan sobre dichos valores.

En Colombia existen dos depósitos centralizados de valores:

- El Depósito Central de Valores (DCV), el cual es administrado por el Banco de la República. A través del DCV se depositan y administran los valores que emita, administre y garantice el Banco de la República, al igual que los valores

48 La administración comprende los elementos propios de un contrato de mandato en los términos de la legislación privada colombiana al igual que la facultad para presentarlos para su aceptación o su pago extrajudicial o judicialmente, en este último caso cuando así se pacte o se prevea en el reglamento.

que sean inversiones forzosas o sustitutivas de las instituciones financieras diferentes a las acciones.

• El Depósito Centralizado de Valores (Deceval) es una sociedad anónima cuyo objeto social es el depósito y la administración de valores cuyo depósito y administración no sea del resorte del Banco de la República, como se explicó con antelación. A partir del año 2017, Deceval se fusionó corporativamente con la BVC.

¿Cómo funciona el depósito de valores en Colombia? Se puede responder a dicho interrogante a través del proceso de desmaterialización de valores, en el que el valor pierde su materialidad de papel y se convierte en un registro electrónico administrado por el depósito centralizado de valores. La constitución de cualquier derecho sobre el valor, gravámenes, cambio en la titularidad del valor o cualquier derecho que se constituya sobre dicho activo se perfeccionará por medio del mecanismo denominado "anotación en cuenta".

Así, la persona que aparezca en los registros electrónicos del depósito de valores es el titular de ese valor y puede exigir los derechos propios de dichos instrumentos ya que prestan mérito ejecutivo[49]. Es de recalcar que en los valores de naturaleza nominativa, como los son las acciones, la transferencia del valor requiere la inscripción en el correspondiente registro con que cuente el emisor para tal fin, aunque el libro de accionistas es administrado por el mismo depósito de valores.

Acto seguido es importante analizar las principales características del contrato de depósito de valores.

3.4.1. DEFINICIÓN DEL CONTRATO

A través de dicho contrato el depósito se obliga a administrar[50] y custodiar los valores que le son entregados, al igual que a registrar las enajenaciones y los gravámenes que recaigan sobre dichos valores.

---

49 Sobre el punto, el artículo 13 de la Ley 964 de 2006 establece: "En los certificados que expida un depósito centralizado de valores se harán constar los derechos representados mediante anotación en cuenta. Dichos certificados prestarán mérito ejecutivo pero no podrán circular ni servirán para transferir la propiedad de los valores. Asimismo, corresponderá a los depósitos centralizados de valores expedir certificaciones que valdrán para ejercer los derechos políticos que otorguen los valores".

50 Ver nota 49.

3.4.2. PERFECCIONAMIENTO DEL CONTRATO

En cuanto a la relación contractual entre el depósito de valores y el titular de los valores, esta se perfecciona mediante un endoso en administración y entrega del valor.

3.4.3. EJERCICIO DE LOS DERECHOS DE LOS TITULARES DE LOS VALORES. "TRANSFERENCIA DE LOS VALORES DEPOSITADOS"

La transferencia de los valores que se encuentren en un depósito centralizado de valores podrá hacerse por el simple registro en el depósito descentralizado de valores, previa orden escrita del titular de dichos valores o de su mandatario, la cual se podrá transmitir a la sociedad administradora del depósito por cualquier medio fidedigno previsto en el reglamento.

3.4.4. PARTES DEL CONTRATO

3.4.4.1. DEPÓSITO CENTRALIZADO DE VALORES

Son personas jurídicas autorizadas por la Superintendencia Financiera de Colombia para administrar el depósito. En Colombia a la fecha existen dos depósitos centralizados de valores, a saber:

• *El Depósito Central de Valores "DCV"*, administrado por el Banco de la República. A través del DCV se depositan y administran los valores que emita, administre y garantice el Banco de la República, al igual que los valores que sean inversiones forzosas o sustitutivas de las instituciones financieras diferentes a las acciones.

• *El Depósito Centralizado de Valores "DECEVAL"*, sociedad anónima vigilada cuyo objeto social es el depósito y la administración de valores que no sean del resorte del Banco de la República, tal y como se explicó con antelación. Los principales servicios de DECEVAL son: i) custodia física inmovilizada y desmaterializada; ii) registro de transferencias, gravámenes y medidas administrativas y judiciales de los valores; iii) ejercicio de los derechos patrimoniales.

3.4.4.2. DEPOSITANTE

En cuanto a la naturaleza de los depositantes, la regulación colombiana reconoce que existen dos tipos, a saber:

1. *Depositante directo*: dichos depositantes comprenden las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia, emisores inscritos en el RNVE, otros depósitos de valores y entidades públicas. Se caracterizan porque están autorizadas a contratar de forma directa con los depósitos de valores para el depósito y administración de dichos instrumentos negociables.
2. *Depositante indirecto*: son aquellos que celebran un contrato de mandato con un depositante directo para que actúe en su nombre y representación frente al depósito centralizado de valores, ya que no están facultados para hacerlo de forma directa.

3.4.5. OBLIGACIONES DE LAS PARTES

3.4.5.1. DEPÓSITO CENTRALIZADO DE VALORES

Las principales obligaciones son:

- Custodiar y conservar material y jurídicamente los valores depositados.
- Poseer en calidad de depositario los valores remitidos, depositados o administrados.
- No disponer de los valores propiedad del depositante para utilizarlos para sus propias operaciones.
- Devolver al depositante, cuando lo solicite, los valores depositados.

3.4.5.2. DEPOSITANTE

Las principales obligaciones son:

- Comunicar al depósito centralizado cualquier acto de disposición o intención de disponer sobre los valores administrados.
- Pagar al depósito centralizado de valores la retribución por los servicios de custodia.
- Reembolsar al depósito centralizado de valores los importes de las operaciones ejecutadas como administradora de los valores.

3.4.6. TERMINACIÓN DEL CONTRATO

El depósito de valores se extingue por:

- El transcurso del plazo pactado.
- La resolución por incumplimiento del contrato, en los términos del artículo 870 del código de comercio.
- La liquidación del depósito centralizado de valores por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia.
- La destrucción material de los valores depositados, lo cual conlleva a su vez la materialización de una responsabilidad civil contractual en contra del depósito centralizado de valores.

3.5. CÁMARAS DE RIESGO CENTRAL DE CONTRAPARTE

En los términos del artículo 15 de la Ley 964 de 2005, las cámaras de riesgo central de contraparte tendrán por objeto exclusivo la prestación del servicio de compensación como contraparte central de operaciones, con el propósito de reducir o eliminar los riesgos de incumplimiento de las obligaciones derivadas de las mismas.

Bajo este entendido, el precitado artículo define las principales actividades que desarrollan las cámaras, así:

Funciones
Constituirse como acreedoras y deudoras recíprocas de los derechos y obligaciones que deriven de operaciones que hubieren sido previamente aceptadas para su compensación y liquidación, asumiendo tal carácter frente a las partes en la operación de forma irrevocable, quienes a su vez mantendrán el vínculo jurídico con la contraparte central y no entre sí.
Administrar sistemas de compensación y liquidación de operaciones
Exigir, recibir y administrar las garantías otorgadas para el adecuado funcionamiento de la cámara de riesgo central de contraparte.
Exigir a las personas que vayan a actuar como sus contrapartes, respecto de las operaciones en las que se constituya como deudora y acreedora recíproca, los dineros, valores o activos que le permitan el cumplimiento de las obligaciones de aquellos frente a la misma.
Expedir certificaciones de los actos que realice en el ejercicio de sus funciones. Las certificaciones de sus registros en las que conste el incumplimiento de sus contrapartes frente a la sociedad prestarán mérito ejecutivo, siempre que se acompañen de los documentos en los que consten las obligaciones que les dieron origen.

De lo expuesto se puede establecer que la función básica de las cámaras es la de compensar y liquidar las posiciones compradoras y vendedoras de operaciones financieras, donde se generan obligaciones y derechos entre las partes involucradas. De esta manera, por medio de las cámaras se garantizan los pagos de derechos y obligaciones, ya que, al ser un sistema centralizado, se respaldan las operaciones a través de garantías constituidas en el diseño de la CRCC[51].

Recuérdese que la compensación y liquidación se puede realizar a través de la liquidación bilateral bruta y por neteo. En el caso de las cámaras, estas se interponen en el neteo, convirtiéndose en comprador del vendedor original de la operación y en el vendedor del comprador original de la operación, situación que se denomina compensación con riesgo central de contraparte[52].

3.6. CUSTODIA DE VALORES

La actividad de custodia de valores se implementó en Colombia a partir del Decreto 1243 de 2013. Así, el artículo 2.37.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010 (en donde se incluyó el citado Decreto 1243 de 2013) establece sobre el particular:

> La custodia de valores es una actividad del mercado de valores por medio de la cual el custodio ejerce el cuidado y la vigilancia de los valores y recursos en dinero del custodiado para el cumplimiento de operaciones sobre dichos valores. En ejercicio de esta actividad, el custodio deberá ejercer como mínimo la salvaguarda de los valores, la compensación y liquidación de las operaciones realizadas sobre dichos valores, así como la administración de los derechos patrimoniales que de ellos emanan, en los términos establecidos en el presente decreto.

La custodia es una actividad por medio de la cual el custodio vigila los títulos valores y/o dinero que pertenecen al custodiado (titular) para que estos no sean utilizados en el cumplimiento de operaciones de las sociedades administradoras de fondos de inversión o de otros clientes. A través de dicha actividad se permite asegurar y facilitar el cumplimiento de las operaciones sobre los activos custodiados y minimizar el riesgo operacional asociado a su negociación[53].

51 Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia y ANIF. "El papel de las cámaras de riesgo de contraparte", *Revista Contraparte*, 1, julio de 2013.

52 ABELLA ABONDANO y QUIROGA BARRETO. "Sistemas de negociación y de registro de valores y de compensación y liquidación de valores", cit.

53 DECEVAL y ANIF. "La custodia de valores en Colombia", *Enfoque - Mercado de Valores*, 75, 2013.

Comoquiera que el tema de la custodia de valores se desarrolla con mayor detenimiento en el capítulo de fondos de inversión colectiva de esta obra, acá solo se establece cuáles son los servicios obligatorios y complementarios que debe ejerce el custodio en Colombia.

Custodio de valores en Colombia

Servicios obligatorios	*Servicios complementarios*
Salvaguarda de los valores Se custodian los valores, así como los recursos en dinero del custodiado para el cumplimiento de operaciones sobre dichos valores. De igual manera, se asegura que la anotación en cuenta a nombre del custodiado sea realizada en un depósito de valores, o en un sub custodio, según sea el caso.	**Administración de derechos políticos** El custodio ejerce los derechos políticos inherentes a los valores objeto de custodia, de acuerdo con las instrucciones que para el efecto le imparta el custodiado.
Compensación y liquidación de operaciones El custodio, de acuerdo con las instrucciones del custodiado o la persona autorizada por este, participa desde la etapa de confirmación en el proceso de la compensación de operaciones sobre valores, y realiza las labores necesarias para liquidar definitivamente las operaciones sobre valores que haya ratificado el custodiado.	**Valoración** El custodio efectúa la valoración de los valores objeto de custodia de acuerdo con lo dispuesto en las normas aplicables a dichos valores.
Administración de derechos patrimoniales El custodio realiza el cobro de los rendimientos, dividendos y del capital asociados a los valores del custodiado.	**Transferencia temporal de valores** El custodio, autorizado de manera previa y expresa por el custodiado, obra como agente de este para la transferencia temporal de los valores objeto de custodia.
Custodia sobre valores de los fondos de inversión colectiva • Verificar el cumplimiento de las normas del reglamento. • Verificar los límites, restricciones y prohibiciones legales aplicables a las operaciones del fondo de inversión colectiva que versen sobre los valores custodiados.	**Obligaciones fiscales** Cumplimiento de las obligaciones fiscales que se encuentren en cabeza del custodiado, respecto de los valores entregados en custodia.
	Obligaciones cambiarias Cumplimiento de las obligaciones cambiarias que se encuentren en cabeza del custodiado, respecto de los valores entregados en custodia.

3.7. LOS PROVEEDORES DE PRECIOS PARA VALORACIÓN

Dentro de la actividad de proveeduría de precios están comprendidas las siguientes actividades:

1. La creación y expedición de las metodologías de valoración y de los reglamentos de los sistemas de valoración.

2. La prestación habitual y profesional del servicio de cálculo, determinación y proveeduría o suministro de información para la valoración de las inversiones.

La misma regulación colombiana establece que información de valoración de inversiones es la obtenida con base en datos del mercado o teóricos, calculados mediante la aplicación de algoritmos matemáticos, criterios técnicos estadísticos y modelos de valoración, en valores de deuda, valores participativos, bienes y productos agropecuarios, agroindustriales u otros *commodities*, inversiones en bienes inmuebles, inversiones en valores, títulos valores y demás derechos de contenido económico, así como de los instrumentos financieros derivados y los productos estructurados.

Por su parte, el artículo 2.16.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 señala que las entidades sometidas a inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera deberán valorar sus inversiones utilizando la información que suministren los proveedores de precios para valoración constituidos legalmente en Colombia, salvo las excepciones que establezca la Superintendencia Financiera por normas de contenido general.

4. LAS SOCIEDADES CALIFICADORAS DE RIESGO

Dentro del funcionamiento del mercado financiero, las sociedades calificadoras de riesgo tienen un papel trascendental, toda vez que sus decisiones pueden poner en jaque a todo el mercado, tal y como se ha presentado en los últimos años con los casos paradigmáticos de la calificación de riesgo de la deuda soberana de algunos países de la Unión Europea y de Estados Unidos[54], y del impacto directo que tuvieron dichas calificadoras en la actual crisis financiera mundial. En otras palabras, una decisión de una calificadora podría generar que los inversionistas inviertan sus recursos en un determinado activo financiero, generando ganancias exorbitantes, o dejar un país entero en la quiebra. De ahí su importancia e influencia en todo el complejo mercado financiero.

Bajo este antecedente, se puede afirmar que las calificadoras de riesgo tienen un impacto directo en el funcionamiento del mercado financiero, ya que su

54 El 5 de agosto de 2011 la calificadora de riesgos Standard & Poor's rebajó la calificación de la deuda soberana de Estados Unidos de AAA a AA+.

actividad genera: i) una mitigación del riesgo puesto que brinda herramientas a los inversionistas sobre las condiciones de los valores en los cuales desean invertir, haciendo mucho más eficiente el mercado; y, ii) mayor transparencia en materia de información en el mercado, así como reducción de las discrepancias de información existentes entre emisores e inversionistas; iii) estandarización de la negociación de valores de acuerdo al grado de calificación.

Con fundamento en lo expuesto, se ha abierto una discusión en los últimos años sobre la necesidad de contar con mayores herramientas de intervención y supervisión por parte del Estado sobre las actividades que desarrollan las sociedades calificadoras de riesgo, con el fin de evitar un uso arbitrario y contrario a los principios de protección de los inversionistas y transparencia del mercado. Se destacan los siguientes puntos: i) implementación de organismos de supervisión sobre las agencias calificadoras; ii) transparencia en la metodología de calificación empleada por la calificadora, especialmente en materia de publicidad sobre la información que utiliza la calificadora para tomar sus decisiones; iii) diferenciación entre productos financieros simples y estructurados en el momento de la calificación; iv) reglas claras en materia de gobierno corporativo, para de esta manera evitar conflictos de intereses entre la calificadora y el productos financiero que se califica[55].

Bajo dichos antecedentes se procederá a realizar una breve contextualización de las actividades de las sociedades calificadoras de riesgo en Colombia, puesto que dicho tema es desarrollado de manera pormenorizada en otro lugar de esta obra.

4.1. SOCIEDADES CALIFICADORAS DE RIESGO EN COLOMBIA

Las sociedades calificadoras de riesgo son sociedades anónimas autorizadas por el supervisor, las cuales a través de estudios y análisis emiten un concepto no vinculante[56], el cual debe ser profesional, técnico, independiente y público,

55 URIBE ESTRADA, MARÍA PAZ. "Una nueva regulación para las agencias calificadoras de riesgo en Colombia", *Revista de Derecho Privado*, Universidad de los Andes, vol. 46, julio-diciembre de 2011, p. 12; UTZIG, SIEGFRIED. "The financial crisis and the regulation of credit rating agencies: A European banking perspective", ADBI Working Paper Series n.° 188, Japón, enero de 2010, disponible en: http://www.adbi.org/files/2010.01.26.wp188.credit.rating.agencies.european.banking.pdf

56 El Decreto 2555 de 2010 en su artículo 2.22.1.1.5 dispone: "Los dictámenes u opiniones téc-

sobre la calificación de valores o riesgos relacionados con la actividad financiera, aseguradora y bursátil y cualquier otra relativa al manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público[57].

Dentro de las principales funciones de las sociedades calificadoras de riesgo en Colombia se pueden traer a colación las siguientes.

FUNCIONES DE LAS CALIFICADORES DE RIESGO

	Calificación de emisión de deuda
	Calificación de emisor o contraparte
	Calificación sobre la capacidad de cumplir oportunamente con flujos futuros estimados en proyectos de inversión
	Calificación de riesgos de portafolios de inversión colectiva
	Calificación de capacidad de pago de siniestros de las compañías de seguros
	Calificación sobre la habilidad para administrar inversiones o portafolios de terceros
	Homologación de calificaciones otorgadas por agencias calificadoras de riesgos o valores extranjeras reconocidas por la Superintendencia Financiera de Colombia, que no cuenten con presencia comercial en Colombia, y solo para aquellos casos en los cuales se acepte la calificación por entidades del exterior

En Colombia es obligatorio realizar la calificación de ciertos valores con el fin de que estos puedan ser inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores, sin que tal hecho sea un impedimento para que un interesado pueda solicitar la calificación de cualquier otro valor distinto a los que se describen a continuación.

nicas que emitan las sociedades calificadoras en desarrollo de su actividad, constituyen una estimación razonable de la capacidad de pago de las obligaciones a cargo del calificado, o del impacto de los riesgos que está asumiendo el calificado o de la habilidad para administrar inversiones o portafolios de terceros según sea el caso. Todas las calificaciones deberán señalar expresamente que la calificación otorgada no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor y que en ningún caso constituye garantía de cumplimiento de las obligaciones del calificado".

57 Decreto 2555 de 2010, art. 2.22.1.1.2.

VALORES QUE SE DEBEN CALIFICAR POR LAS CALIFICADORAS DE RIESGO[58]

	Valores originados en un proceso de titularización
	Bonos emitidos por entidades públicas, excepto los de Fogafin
	Bonos ordinarios o de garantía emitidos por establecimientos de crédito
	Bonos ordinarios emitidos por entidades diferentes a los establecimientos de crédito o papeles comerciales, excepto los de Fogafin
	Valores emitidos por gobiernos extranjeros, entidades públicas extranjeras y organismos multilaterales de crédito

Por otra parte, hay algunas entidades públicas en Colombia que deben ser calificadas cuando realicen operaciones de crédito público: los municipios, distritos y departamentos de categorías especiales 1 y 2, con el fin de realizar contratación de nuevos créditos; las entidades públicas descentralizadas del orden territorial, con el fin de efectuar operaciones de crédito público externo o interno con plazos superiores a un año y para poder adelantar operaciones de endeudamiento externo.

Finalmente, el regulador colombiano, siguiendo la tendencia internacional en materia de mayor intervención por parte del Estado en las actividades materializadas por las sociedades calificadoras, estableció las siguientes reglas.

Mecanismos de intervención del Estado	*Descripción*
La calificación debe ser realizada por una sociedad calificadora de riesgo independiente	No existe la independencia en la calificación cuando la calificadora, sus administradores, sus funcionarios o beneficiarios reales de su capital estén en una de las siguientes situaciones: • Tengan o hayan tenido dentro de los doce meses anteriores a la fecha de la calificación el carácter de administradores, asesores o funcionarios del calificado, o hayan desarrollado en el mismo período funciones de revisoría fiscal en el calificado.

58 El parágrafo 2 del artículo 2.22.1.1.4 del Decreto 2555 de 2010 establece una excepción en los siguientes términos: "Tratándose de un programa de emisión y colocación, los valores a que se refiere el presente artículo no requerirán calificación para efectos de su inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores – RNVE. No obstante lo anterior, de manera previa a la publicación del aviso de oferta de la respectiva emisión, el emisor deberá acreditar la calificación de los valores objeto de la misma, ante la Superintendencia Financiera de Colombia".

Mecanismos de intervención del Estado	*Descripción*
	• Tengan la calidad de beneficiario real de valores emitidos por el calificado o tengan en garantía títulos emitidos por el mismo al momento de la calificación. • Tengan o hayan tenido dentro de los doce meses anteriores a la calificación el carácter de administradores, funcionarios o beneficiarios reales del 3% o más del capital de la sociedad matriz del emisor, de sus filiales o subordinadas, o de la entidad avalista de los títulos objeto de calificación. • Tengan un contrato de prestación de servicios profesionales o cualquier otro tipo de relación jurídica o comercial susceptible de generar conflictos de interés con el emisor, con su matriz o las subordinadas de esta última, con la entidad avalista de los títulos objeto de calificación o con los beneficiarios reales del 3% o más del capital de una de estas sociedades. • Hayan intervenido a cualquier título en el diseño, aprobación y colocación del valor objeto de calificación. • Reciban cualquier ingreso que supere el 5% del total de sus ingresos percibidos durante el año inmediatamente anterior al día en que se contrate la respectiva calificación, diferente a los relacionados con la actividad de calificación, ya sea proveniente de la entidad calificada, de sus administradores, de sus funcionarios, de sus filiales o subsidiarias, su matriz o las filiales o subsidiarias de esta. Dentro de estos ingresos no se tendrán en cuenta aquellos derivados de servicios financieros que el calificado preste masivamente. • Que sus cónyuges o parientes hasta el primer grado de consanguinidad, afinidad o civil, se encuentren en alguna de las situaciones previstas con anterioridad.
Prohibición a las sociedades calificadoras de riesgo	• Invertir en valores cuya calificación se encuentre vigente y haya sido otorgada por la misma calificadora. • Invertir en carteras colectivas que tengan calificación vigente otorgada por la misma sociedad calificadora o que sean administradas por una entidad cuya calificación, acerca de la administración de portafolios, haya sido otorgada por la sociedad calificadora y esté vigente. • Utilizar en beneficio propio o de terceros la información a la que haya tenido acceso en desarrollo de su actividad de calificación. • Asegurar u ofrecer al solicitante de la calificación un determinado resultado del proceso de calificación. • Asesorar, directa o indirectamente, a personas diferentes a calificadoras del extranjero en temas que puedan generar conflictos de interés respecto de la actividad de calificación de riesgo. • Asesorar, directa o indirectamente, a cualquier persona en la toma de decisiones de inversión o de especulación.
Implementación de códigos de conducta y ética	Se exige a las sociedades calificadoras implementar códigos de conducta y ética fundamentados en estándares internacionales, los cuales regirán las actuaciones de dicha entidad al igual que las actividades de sus administradores y funcionarios. Dichos códigos deben ser publicados en el Registro Nacional de Agentes de Mercado de Valores como en la página web de la sociedad calificadora.

Mecanismos de intervención del Estado	*Descripción*
Metodologías de calificación que sean objetivas e independientes	Obligación de adoptar metodologías que garanticen la obtención de calificaciones objetivas e independientes, basadas en el análisis idóneo y técnico de toda la información relevante para el proceso de calificación. Las metodologías deberán estar actualizadas permanentemente, constar por escrito y permanecer a disposición de la Superintendencia Financiera de Colombia y del público en general, a través de la publicación en la página web de la sociedad calificadora.
Divulgación de las calificaciones	El deber de informar cualquier calificación otorgada, así como sus revisiones periódicas o extraordinarias, a la Superintendencia Financiera de Colombia, a los sistemas de negociación en donde se vaya a negociar el valor cuando a esto haya lugar, así como publicarla en su página web de manera simultánea.
Reserva de información	• Obligación tanto de la sociedad calificadora como de sus administradores y funcionarios a guardar reserva sobre aquella información que la sociedad calificada no está obligada a revelar al público. • Establecimiento de medidas para mitigar el riesgo por pérdida, fraude o uso indebido de la información entregada en desarrollo de la actividad de calificación.

5. BANCA DE INVERSIÓN[59]

El alcance del concepto de banca inversión puede ser circunscrito a una actividad de asesoría en materia financiera. Así, la banca de inversión desarrolla su objeto a través de una serie de servicios que tienden a optimizar el funcionamiento de los mercados de capitales y a agilizar la consecución de fondos para llevar a cabo proyectos empresariales[60].

Dentro de las funciones que cumple la banca de inversión[61] se encuentran las siguientes.

---

59 Sobre el particular, ver Superintendencia Financiera de Colombia. Concepto 2011002436-001 de 28 de febrero de 2011; CALDERÓN, JOSÉ FERNANDO. "Bancas de inversión: principales operaciones y su desarrollo en Colombia", *Revista de Derecho Privado*, Universidad de los Andes, n.º 4, 1998.

60 Ibid., p. 3.

61 La Superintendencia Financiera de Colombia, a través del Concepto 2004007412-1 de 27 de febrero de 2004, estableció que las bancas de inversión cumplen las siguientes funciones: "A) Consecución de capital: entre las que se cuentan las actividades de *underwriting* (emisión y colocación de acciones y papeles de renta fija privadas), *project financing* (financiamiento de proyectos), financiamiento (de) proyectos públicos (salud y control a la polución), mercado

5.1. FINANZAS CORPORATIVAS

Dicha función incluye todos los servicios de asesoría financiera, entre los cuales se destacan los de *underwriting* de valores, colocación privada de valores, financiación de proyectos, privatizaciones, fusiones y adquisiciones, reestructuraciones de compañías y renegociación de deudas[62].

5.2. CAPITAL DE AVENTURA ("*VENTURE CAPITAL*")

Dicha función se circunscribe a la financiación de empresas por parte de la banca de inversión. Así, en palabras de Calderón,

> ... el proceso de financiación por medio del capital de aventura se inicia cuando una persona, o un grupo de personas, decide montar una unidad de producción para llevar al mercado ya sea un invento o un bien o servicio que considera va a tener un destacado nivel de ventas que va a hacer de la empresa un proyecto rentable. Sin embargo, estas personas no cuentan con los fondos suficientes para costear el proyecto. Por ello se ven obligadas a acudir a la Banca Comercial o a compañías ya establecidas para tratar de obtener la financiación necesaria[63].

Ahora bien, en Colombia las siguientes entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera dentro de sus funciones autorizadas desarrollan algunas actividades de banca de inversión: las corporaciones financieras, las sociedades fiduciarias, las sociedades comisionistas de bolsa de valores[64]. No obstante, en Colombia existen sociedades comerciales y empresas nacionales y extranjeras

---

secundario de hipotecas, creación de empresas, capital de riesgo, desarrollo de proyectos de construcción y financiamiento de recursos naturales. C) *Capital management*: Es el manejo de portafolio de acciones para fondos de pensiones, planes de inversión, fideicomisos, fondos públicos e inversiones de personas naturales, administración de finca raíz. D) Consejería profesional sobre: a) Títulos valores, manejo de acciones, papeles de renta fija y opciones para organizar estrategias para la configuración y manejo de portafolio y sondeo de opiniones. b) Desarrollo corporativo, como fusiones, adquisiciones, estrategias corporativas, planteamiento financiero y estudios de mercado. c) Consejería de inversiones, como las activos personales, ventajas tributarias del planeamiento financiero. D) Mercado de dinero y de capitales: 1. Negociación de acciones comunes, preferentes y bonos corporativos, 2. Negociación de bono". Disponible en http://www.superfinanciera.gov.co/Normativa/doctrinas2004/oficinasbancinverso75.htm

62 Ibíd., p. 12.

63 Ibíd., p. 27.

64 Superintendencia Financiera de Colombia. Concepto 2011002436-001 de 28 de febrero de 2011.

no vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia, que cumplen actividades de banca de inversión[65], siempre y cuando dichas sociedades no cumplan funciones estrictamente limitadas a las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia.

Corporaciones financieras	→	Movilización de recursos y asignación de capital para la creación, fusión y reorganización de empresas
Sociedades fiduciarias	→	Asesoría financiera, en calidad de consejo al usuario, pero sin que les sea posible otorgar financiamiento para empresas
Sociedades comisionistas de bolsa de valores	→	Servicios de administración de valores y asesoría en actividades relacionadas con el mercado de capitales

REFERENCIAS

LIBROS Y ARTÍCULOS

Abella Abondano, Germán Darío y Quiroga Barreto, Guillermo. "Sistemas de negociación y de registro de valores y de compensación y liquidación de valores", *Revista de Derecho Privado*, Universidad de los Andes, vol. 39, 2008.

Bernal Ramírez, Joaquín. "Sistemas de compensación y liquidación: logros y retos tras cinco años de aprobación de la Ley 964", en *Cinco años de la Ley 964 de 2005, ¿se están cumpliendo sus objetivos?*, Bogotá, Universidad Externado de Colombia, Colombia, 2011, pp. 203-229.

Blanco Barón, Constanza. "La Ley 964 de 2005 y la protección de los inversionistas", en *Cinco años de la Ley 964 de 2005, ¿se están cumpliendo sus objetivos?*, Bogotá, Universidad Externado de Colombia, Colombia, 2011, pp. 229-258.

Bustos, Sebastián y Celador, Leticia. "El nuevo sistema de compensación y liquidación de instrumentos financieros: completando la infraestructura financiera chilena", *Derechos y Humanidades*, Chile, vol. 2, n.° 16, 2010, pp. 185-202.

---

65 Ibíd.

Calderón, José Fernando. "Banca de inversión: principales operaciones y su desarrollo en Colombia", *Revista de Derecho Privado*, Universidad de los Andes, vol. 4, 1989.

Fagua Guauque, Néstor. "La oferta pública en el mercado de valores colombiano", *Revista de Derecho Privado*, Universidad de los Andes, vol. 39, 2008.

Fender, Ingo y Mitchell, Janet. "The future of securitisation: How to align incentives?", *BIS Quarterly Review*, 9 de septiembre, disponible en: http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0909e.pdf

FitchRatings y Duff & Phelps de Colombia. "Criterios de calificación para entidades financieras", disponible en: http://www.standardandpoors.com/ratings/crit-la/es/la

Fradique Carlos. *Guía del mercado de valores*, BVC-Brigard & Urrutia, 2014.

Guadamillas Muñoz, Mario. "Sistemas de compensación y liquidación de pagos y valores", *Sistema Financiero: Novedades y Tendencias*, agosto-septiembre, n.º 801, 2002, pp. 91-107.

Hommes, Rudolf. *La banca de inversión en Colombia: hacia un mercado moderno de capitales*, Corporación Financiera del Valle.

Hopt, Klaus J. *Estudios de derechos de sociedades y del mercado de valores*, Madrid, Marcial Pons, 2010.

Jácome Orozco, María del Pilar. "Negociaciones transfronterizas: ¿una realidad?", en *Cinco años de la Ley 964 de 2005 ¿se están cumpliendo sus objetivos?*, Bogotá, Universidad Externado de Colombia, Colombia, 2011, pp. 317-354.

Kravitt, J. H. P. *Securitization of financial assets - The nature of securitization*, Wolter Kluwer Law & Business, disponible en: http://books.google.com.co/books?id=Y5aSolh9OoC&pg=SA1-PA3&lpg=SA1-PA3&dq=Securitization+of+Financial+Assets+%E2%80%93+The+Nature+of+Securitization&source=bl&ots=UR2chI2_6S&sig=dnl2Bn5shOKq6lLj6ak8DoT5IYY&hl=es&sa=X&ei=1Q_7T5qnCYWI8QT63tWIBw&ved=0CG0Q6AEwBg#v=onepage&q=Securitization%20of%20Financial%20Assets%20%E2%80%93%20The%20Nature%20of%20Securitization&f=false

Martínez Álvarez, José Antonio y Calvo González, José Luis. *Banca y mercados financieros*, Valencia, Tirant lo Blanch, 2009, disponible en: http://biblioteca.tirant.com/ebooksViewer/ebook/show/9788498765311?user=140

Muñoz Aristizábal, Arturo Enrique. *Las cámaras de riesgo central de contraparte en Colombia: creación, evolución y perspectivas*, Bogotá, Universidad Externado de Colombia, 2010, en prensa.

Rodríguez Azuero, Sergio. *Contratos bancarios su significación en América Latina*, 6.ª ed., Bogotá, Legis, 2009.

Sabogal, Nicolás. "Las cámaras de riesgo de contraparte", *ODEON*, Centro de Investigación y Proyectos Especiales - CIPE, Facultad de Finanzas, Gobierno y Relaciones Internacionales Universidad Externado de Colombia, 2007-2008, pp. 85-106.

Serrano, Javier. *Banca de inversión*, monografías, Bogotá, Universidad de los Andes.

The Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions - IOSCO. "Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies", disponible en: http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD173.pdf

Uría, Francisco. *Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva*, La Ley, 2007.

SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

CIRCULARES

Circular Externa 2 de 2007.

Circular Externa 28 de 2007.

Circular Externa 047 de 2008.

Circular Externa 041 de 2010.

Circular Externa 1 de 2011.

CONCEPTOS

Concepto 2006014383-002 de 2 de junio de 2006, "Cámaras de riesgo central de contraparte – participación accionaria", disponible en: http://www.superfinanciera.gov.co/Normativa/Conceptos2006/2006014383.pdf

Concepto 2007031392-002 de 25 de junio de 2007, "Administrador depósito centralizado de valores, registro nacional de agentes del mercado, remisión y actualización de información", disponible en: http://supernet.superfinanciera.gov.co/portal/page/portal/Repositorio%20Normatividad/Conceptos/SuperFinanciera/2007/Administrador%20deposito%20centralizado%20de%20valores.pdf

Concepto 2008053546-002 de 17 de diciembre de 2008, "Administradores de sistemas de negociación de valores y de registro de operaciones sobre valores, autorreguladores, deber de monitoreo", disponible en: http://supernet.superfinanciera.gov.co/portal/page/portal/Repositorio%20Normatividad/Conceptos/SuperFinanciera/2008/Administradores%20sistemas%20negociacion%20valores%20y%20registro.pdf

Concepto *2008067787-001 de 27 de octubre de 2008, "Calificadoras de valores, funciones y procesos de calificación", en Boletín Jurídico n.° 17 de 2008, disponible en:* http://www.superfinanciera.gov.co/Normativa/PrincipalesPublicaciones/boletinej/boletin1708/calificadoras.html

Concepto 2009043873-001 de 11 de junio de 2009, "Entidades territoriales, manejo de excedente, comisionistas de bolsa", disponible en: http://www.superfinanciera.gov.co/Normativa/PrincipalesPublicaciones/boletinej/boletin2109/entidades.html

Concepto 2009046818-001 de 9 de septiembre de 2009, "Valores, intermediación, comisionistas de bolsa, actividad del mercado de valores", disponible en: http://www.superfinanciera.gov.co/

Concepto 2010008975-001 de 10 de marzo de 2010, "Calificadoras de valores, adopción de metodología, divulgación de calificaciones", disponible en: http://www.superfinanciera.gov.co/

Concepto 2010020868-001 de 30 de marzo de 2010, "Registro Nacional de Valores y Emisores, derechos de inscripción, tarifas aplicables", disponible en: http://www.superfinanciera.gov.co/

Concepto 2010072050-001 de 8 de octubre de 2010, "Emisores de valores, revelación de información, asimetría de información", disponible en: http://www.superfinanciera.gov.co/

Concepto 2010085163-001 de 24 de noviembre de 2010, "Emisor de valores colombiano, emisión de valores en el exterior", disponible en: http://www.superfinanciera.gov.co/

Concepto 2011002436-001 de 28 de febrero de 2011, "Banca de inversión, entidades autorizadas, vigilancia", disponible en: http://www.superfinanciera.gov.co/

Concepto 2011008889-003 de 4 de abril de 2011, "Comisionistas de bolsa, no tienen calidad de instituciones financieras", disponible en: http://www.superfinanciera.gov.co/

Concepto 2011010184-005 de 11 de abril de 2011, "Emisores de valores, conflicto por relación contractual, Superintendencia Financiera", disponible en: http://www.superfinanciera.gov.co/

Concepto 2011010378-001 de 10 de marzo de 2011, "Comisionista de bolsa, ordenante, facultades", disponible en: http://www.superfinanciera.gov.co/

Concepto 2011011206-001 de 23 de febrero de 2011, "Calificadoras de valores, programa de emisión y colocación, acreditación de la calificación", disponible en: http://www.superfinanciera.gov.co/

Concepto 2011021995-001 de 11 de abril de 2011, "Comisionistas de bolsa, comprobante de operación o papeleta de bolsa", disponible en: http://www.superfinanciera.gov.co/

Concepto 2011022434-004 de 27 de mayo de 2011, "Oferta pública de valores, emisor extranjero, requisitos - Sistema de cotización de valores extranjeros, mercado secundario", disponible en: http://www.superfinanciera.gov.co/

Concepto 2011025662-002 de 11 de mayo de 2011, "Titularizadoras, objeto social".

Concepto 2011056670-001 de 17 de agosto de 2011, "Titularizadora no es entidad financiera".

Concepto 2011064227-003 de 10 de noviembre de 2011, "Sociedades por Acciones Simplificadas SAS, oferta pública de valores", disponible en: http://www.superfinanciera.gov.co/

Concepto 2011073774-001 de 15 de noviembre de 2011, "Titularización, patrimonio autónomo, colocador y agente de manejo".

Concepto 20040074 12-1 de 27 de febrero de 2004, "Operaciones de banca de inversión / Banca de inversión", disponible en: http://www.superfinanciera.gov.co/Normativa/doctrinas2004/oficinasbancinverso75.htm

DOCUMENTOS

Memorando de Entendimiento.

Superintendencia de Valores. "Depósito Centralizado de Valores: el manejo eficiente de sus títulos", disponible en: http://xue.unalmed.edu.co/mdrojas/teoria/Cartillas/Deceval.pdf

Superintendencia Financiera de Colombia. "Sistema Integral de Información del Mercado de Valores", disponible en: http://www.superfinanciera.gov.co/

LEGISLACIÓN

DECRETOS

Decreto 2681 de 1993, por medio del cual se reguló lo concerniente a la emisión de títulos de deuda pública por parte de la Nación y las entidades descentralizadas del orden nacional.

Decreto 3923 de 2006, por el cual se regula la elección de los miembros independientes de las juntas directivas de los emisores de valores.

Decreto 1120 de 2008, a través del cual se reglamenta los sistemas de negociación de valores en Colombia.

Decreto 1121 de 2008, a través del cual se determina cuáles son los criterios para clasificar al inversionista entre cliente inversionista e inversionista profesional.

Decreto 3886 de 2009.

Decreto 2555 de 2010.

Decreto 3960 de 2010.

LEYES

Ley 546 de 1999.

Ley 964 de 2005.

Ley 1328 de 2009.

II. ACTIVIDADES DEL MERCADO DE VALORES

LUZ PIEDAD RUGELES*

Creación, oferta y suscripción de valores

De acuerdo con lo dispuesto en el artículo 335 CP, las actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público son de interés público, y solo pueden ser ejercidas previa autorización del Estado.

Es por ello que para efectos de establecer el alcance de la intervención del Estado en la emisión, colocación, suscripción y negociación de valores resulta de especial importancia el concepto de oferta pública de valores, toda vez que constituye el límite a dicha intervención.

El legislador colombiano ha establecido la definición de la oferta pública de valores en consideración a sus destinatarios y al medio utilizado para comunicarla.

Es así como, en la primera definición legal de la oferta pública de valores, consagrada en el parágrafo del artículo 6.° de la Ley 32 de 1979, se estableció:

> Parágrafo. Se entiende por oferta pública aquella que se dirija a personas no determinadas o a sector o grupo de personas determinadas, o que se realice por algún medio de comunicación masiva para suscribir, enajenar o adquirir documentos de los mencionados en este artículo.

Posteriormente, con la expedición de la Ley 964 de 2005, el legislador derogó expresamente el artículo 6.° de la Ley 32 de 1979 y dispuso en el literal b del artículo 4.° de la referida ley que le corresponde al Gobierno Nacional establecer la regulación aplicable a las ofertas públicas de valores, quien "solo podrá calificar como ofertas públicas aquellas que se dirijan a personas no determinadas o a sectores o grupos de personas relevantes, o que se realicen por algún medio de comunicación masiva para suscribir, enajenar o adquirir valores".

---

* Abogada de la Universidad Externado de Colombia. Ha trabajado en las firmas de abogados Arenas, López, Montealegre y Plazas, López, Montealegre, Ramírez & Urdinola. Actualmente se desempeña como socia de la firma Rugeles y Abogados. Ha sido asesora jurídica y superintendente delegada para emisores (e) de la Superintendencia de Valores, jefe de representación externa de la DIAN-Administración de Personas Jurídicas y coordinadora de la especialización en Derecho Financiero y Bursátil de la Universidad Externado de Colombia. Actualmente es miembro de la junta directiva del Banco Popular S.A. Docente de la especialización en Derecho Financiero y Bursátil de la Universidad Externado de Colombia.

Obsérvese cómo en la Ley 964 de 2005 el legislador no definió el concepto de oferta pública de valores, sino que estableció las siguientes condiciones para que una oferta pueda ser calificada por el Gobierno Nacional como oferta pública de valores:

- Que se dirija a personas no determinadas o sectores o grupos de personas relevantes, o se realice por algún medio de comunicación masiva.

- Que sea para suscribir, enajenar o adquirir valores.

Aunque estas condiciones coinciden en líneas generales con aquellas que contenía la definición de oferta pública de valores consagrada en el parágrafo del artículo 6.º de la Ley 32 de 1979, se reemplazó la alusión que en este se hacía a "sector o grupo de personas determinadas" por "sectores o grupos de personas relevantes".

Al respecto es pertinente señalar que era inadecuado que la definición de oferta pública consagrada en el parágrafo del citado artículo 6.º se refiriera a "personas determinadas", lo cual implicaba su individualización, siendo lo correcto predicar la "determinación" respecto del sector o grupo destinatario de la oferta.

En relación con tales condiciones, a partir de las cuales se ha definido la oferta pública de valores en Colombia, señaló Martínez Neira:

> El proyecto gubernamental, que finalmente habría de convertirse en la ley 32 de 1979, definió la "oferta pública", acudiendo a una multiplicidad de factores. En este aspecto nuestra ley hizo una verdadera simbiosis de las más representativas legislaciones americanas, donde prima el sistema de intervención estatal. Por esta razón la noción de la ley colombiana resulta ser la más compleja de todas y, desde luego, la más amplia. Utiliza el legislador el criterio de la indeterminación del sujeto destinatario –personas no determinadas–, como en Argentina, Chile, México, Panamá, Perú y Venezuela; alude así mismo al sector o grupo de personas determinados, al igual que Argentina, Chile, Perú y Venezuela y, finalmente, como en México, acude al elemento del medio masivo de comunicación. En cualquiera de todas estas opciones la oferta es pública, lo que revela en cierta forma una concepción original de la ley colombiana con respecto al resto de legislaciones, donde estos factores suelen ser concurrentes. Solo en México, se repite, la utilización de un medio masivo, así la oferta tenga como destinatario a una persona determinada, hace que la propuesta deba sujetarse a las normas que regulan la oferta pública[1].

En algunas regulaciones del mercado de valores, como las de España y Estados Unidos, no se consideran como ofertas públicas de valores aquellas que tengan por destinatarios a personas que por sus conocimientos del mercado, profesionalismo y/o patrimonio sean inversionistas calificados.

Es así como, en España, en el Real Decreto 1310/2005, del 4 de noviembre, es definida la oferta pública de valores en los siguientes términos:

> Artículo 38. *Definición de oferta pública de venta o suscripción y cláusula general.*
>
> 1. De acuerdo con el artículo 30 bis 1 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, la oferta pública de venta o suscripción de valores es toda comunicación a personas en cualquier forma o por cualquier medio que presente información suficiente sobre los términos de la oferta y de los valores que se ofrecen de modo que permita a un inversor decidir la adquisición o suscripción de estos valores.

De acuerdo con el párrafo segundo del artículo 30 bis 1 de dicha ley, no tendrán la consideración de oferta pública las ofertas de valores:

> a) Dirigidas exclusivamente a inversores cualificados.
>
> b) Dirigidas a menos de 100 personas físicas o jurídicas por Estado miembro, sin incluir los inversores cualificados.
>
> c) Dirigidas a inversores que adquieran valores por un mínimo de 50.000 euros por inversor, para cada oferta separada.
>
> d) Cuyo valor nominal unitario sea de, al menos, 50.000 euros.
>
> e) Cuyo importe total sea inferior a 2.500.000 euros, límite que se calculará en un período de 12 meses.

---

1 Néstor Humberto Martínez Neira. *Intervención del Estado en el mercado público de valores*, Bogotá, Temis, 1986, p. 66.

En la regulación de Estados Unidos, la Securities and Exchange Commission (SEC), institución encargada de la supervisión del mercado de valores, previó en la regla 506 de la Regulación D que, en la medida en que los destinatarios de la oferta de valores sean inversionistas que por su nivel de sofisticación no requieren de la protección que se deriva de la información que debe suministrarse para el registro de valores en esta entidad, tales valores no necesitan registrarse. De acuerdo con esta norma, son inversionistas sofisticados aquellos que tienen suficiente conocimiento y experiencia en asuntos financieros y de negocios, que les permite ser capaces de evaluar los méritos y riesgos de la inversión propuesta.

Al respecto, resulta bastante ilustrativo el siguiente artículo:

> La exigencia de registro de la sección 5 de la 33 Act se aplica solo a las ofertas públicas de valores. En consecuencia, aquellas ofertas que tienen el carácter de privadas se encuentran exentas de registro y así lo dispone la sección 4 (2) de la ley. Determinar cuándo una oferta es privada, y en consecuencia no es pública, es una cuestión compleja, por lo que la SEC adoptó una regla interpretativa (de las llamadas *safe harbor rules*), número 506, que es parte de la Regulación D –que a continuación analizaremos–, que determina los requisitos que deben concurrir en tales ofertas privadas. Ello, sin perjuicio de la interpretación que han hecho los tribunales respecto de los requisitos que deben concurrir, para poder aplicar directamente la excepción legal.
>
> Determinar si una oferta es privada o pública es una cuestión de hecho, cuyos elementos deben ser probados por aquel que alega la excepción. Entre los elementos que deben concurrir para configurar una oferta privada, los tribunales han establecido los siguientes:
>
> (i) La necesidad de protección, esto es, si dadas las circunstancias de la oferta los potenciales compradores necesitaban de la protección que provee la normativa aplicable al registro de valores. Para responder esta pregunta se debe especialmente considerar el grado de sofisticación de las personas a las cuales se les están ofertando los valores: tienen el conocimiento suficiente como para hacer las preguntas adecuadas, requieren y obtienen la información necesaria para tomar una decisión de inversión inteligente, aprecian y asumen el riesgo de una inversión en valores, etc. Si las personas, a la luz de lo expuesto, son sofisticadas, la oferta será privada. De lo contrario, será pública[2].

---

2 Rony Jara Amigo. "Oferta pública y privada de valores en el mercado norteamericano: una visión comparada", *Revista Chilena de Derecho*, vol. 28, n.º 1, Sección Estudios, 2001, pp. 104 y 105.

2. EL CONCEPTO DE OFERTA DEL CÓDIGO DE COMERCIO

La definición de oferta pública de valores colombiana debe acompasarse con el concepto de oferta contenido en el artículo 845 C.Co. según el cual la oferta corresponde a un proyecto de negocio jurídico que una persona formula a otra. Veamos:

> Art. 845. La oferta o propuesta, esto es, el proyecto de negocio jurídico que una persona formule a otra, deberá contener los elementos esenciales del negocio y ser comunicada a al destinatario. Se entenderá que la propuesta ha sido comunicada cuando se utilice cualquier medio adecuado para hacerla conocer al destinatario.

Por consiguiente, las ofertas públicas para la suscripción, enajenación o adquisición de valores deberán contener los elementos esenciales del negocio jurídico propuesto, so pena de inexistencia. Adicionalmente, deberán ser comunicadas a sus destinatarios a través de medios adecuados para que estos las conozcan.

3. LA DEFINICIÓN DE OFERTA PÚBLICA DE VALORES

Para efectos de una mejor comprensión de la actual definición de oferta pública de valores conviene traer a colación el siguiente recuento histórico.

Por medio del Decreto 831 de 1980, reglamentario de la Ley 32 de 1979, se le asignó a la Sala General de la Comisión Nacional de Valores la función de adoptar, conforme a los lineamientos de la Ley 32 de 1979, las reglas para establecer cuándo una oferta de valores tenía el carácter de oferta pública.

Con base en esta función, la Sala General expidió la Resolución 03 de 1985, cuyo artículo 2.º rezaba:

> Artículo 2.º Considérase oferta pública en el mercado de valores:
>
> a) Aquella que se dirija a personas no determinadas;
>
> b) Aquella que se dirija a sector o grupo determinado de personas siempre que el sector o grupo esté conformado por un mínimo de cien (100) personas.

Posteriormente, la Superintendencia de Valores, hoy Superintendencia Financiera de Colombia, con base en las facultades que le confirió el artículo 3º. del Decreto 2739 de 1991, en concordancia con el artículo 3.º del Decreto 2855 de

1991, expidió la Resolución 626 de 1992 que derogó, entre otras disposiciones, la Resolución 03 de 1985.

En el artículo 26 de la Resolución 626 de 1992 se consagró lo siguiente, en relación con la definición de la oferta pública de valores:

> Artículo 26. *Definición de oferta pública*. De conformidad con el artículo 6.° de la Ley 32 de 1979, se considera como oferta pública de valores, aquella que se dirija a personas no determinadas o a sector o grupo de personas determinadas, siempre que el sector o grupo esté conformado por un mínimo de 100 personas, con el fin de suscribir, enajenar o adquirir documentos emitidos en serie o en masa, que otorguen a sus titulares derechos de crédito, de participación y de tradición o representativos de mercancías.
>
> No se considerará pública la oferta de acciones o de bonos obligatoriamente convertibles en acciones que esté dirigida a los accionistas de la sociedad emisora, siempre que sean menos de quinientos (500) los destinatarios de la misma.
>
> Tampoco se entenderá como pública la oferta de acciones resultante de una orden de capitalización impartida por autoridad estatal competente, dirigida exclusivamente a accionistas de la sociedad, o la que tenga por objeto capitalizar obligaciones de la misma, siempre y cuando se encuentren reconocidas dentro de un proceso concursal en el que se haya tomado tal decisión, en ambos casos sin importar el número de personas a quienes se encuentre dirigida.
>
> Las ofertas que a la vez tengan por destinatarios a las personas indicadas en el inciso segundo de este artículo y a un sector o grupo determinado de personas no comprendidos en dicho inciso, serán públicas cuando este último sector o grupo esté conformado por un mínimo de cien (100) personas.
>
> Parágrafo. Ningún documento podrá ser objeto de oferta pública sin que se encuentre inscrito en el Registro Nacional de Valores.

El texto del artículo 26 de la Resolución 626 de 1992 fue transcrito en el artículo 34 de la Resolución 1242 de 1993 de la Sala General de la Superintendencia de Valores, el cual derogó la citada Resolución 626, así como en el artículo 34 de la Resolución 1447 de 1994 de la Sala General de la Superintendencia de Valores, que derogó la mencionada Resolución 1242.

Posteriormente, en la Resolución 400 de 1995, de la Sala General de la Superintendencia de Valores, que integró entre otras disposiciones la Resolución 1447 de 1994, se conservó la misma definición de oferta pública de valores, pero obviando los términos "sector o grupo", así:

> Se considera como oferta pública de valores, aquella que se dirija a personas no determinadas o a cien o más personas determinadas, con el fin de suscribir, enajenar o adquirir documentos emitidos en serie o en masa, que otorguen a sus titulares derechos de crédito, de participación y de tradición o representativos de mercancías.

Así mismo, se adicionó la definición de oferta pública de valores con un parágrafo del siguiente tenor:

> Cuando los destinatarios de una oferta se vayan a determinar con base en una labor de premercadeo realizada entre personas no determinadas o cien o más personas determinadas, la respectiva oferta tendrá el carácter de pública y en tal sentido, su realización sólo podrá efectuarse con observancia de las normas que al efecto se establecen en una resolución.

Esta definición de la oferta pública de valores, con pequeñas modificaciones de forma, fue recogida en el artículo 6.1.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010 y adicionada por el artículo 1.° del Decreto 767 de 2016. Actualmente este artículo es del siguiente tenor:

> Artículo 6.1.1.1.1. *Definición de oferta pública*. Se considera como oferta pública de valores, aquella que se dirija a personas no determinadas o a cien o más personas determinadas, con el fin de suscribir, enajenar o adquirir documentos emitidos en serie o en masa, que otorguen a sus titulares derechos de crédito, de participación y de tradición o representativos de mercancías.
>
> No se considerarán públicas las siguientes ofertas:
>
> 1. La de acciones o de bonos obligatoriamente convertibles en acciones que esté dirigida a los accionistas de la sociedad emisora, siempre que sean menos de quinientos (500) los destinatarios de la misma.
>
> 2. La de acciones resultante de una orden de capitalización impartida por autoridad estatal competente, dirigida exclusivamente a accionistas de la sociedad, o la que tenga por objeto capitalizar obligaciones de la misma, siempre y cuando se encuentren reconocidas dentro de un proceso concursal en el que se haya tomado

> tal decisión, en ambos casos sin importar el número de personas a quienes se encuentre dirigida.
>
> 3. La que realice una sociedad colombiana cuyas acciones no se encuentren inscritas en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) y sea ofrecida a aquellos sujetos con los que tiene contrato de trabajo vigente y/o a los miembros de su Junta Directiva. Esta oferta deberá hacer parte de un programa de compensación o de beneficios, y para el caso de los empleados, adicionalmente, deberá constar por escrito en el respectivo contrato de trabajo. Se podrán incluir también las ofrecidas por parte de uno de los vinculados a la sociedad empleadora, siempre que dicho vinculado se encuentre domiciliado en Colombia. Para los efectos del presente numeral se entenderá por vinculado lo establecido en el literal b) numeral 2 del artículo 7.3.1.1.2 del presente decreto.
>
> Las ofertas que a la vez tengan por destinatarios a las personas indicadas en el numeral uno (1) del presente artículo y a cien o más personas determinadas serán públicas.
>
> Parágrafo. Cuando los destinatarios de una oferta se vayan a determinar con base en una labor de premercadeo realizada entre personas no determinadas o cien o más personas determinadas, la respectiva oferta tendrá el carácter de pública y en tal sentido, su realización sólo podrá efectuarse con observancia de las normas que al efecto se establecen en este decreto.

Sobre esta definición proceden los siguientes comentarios:

1. En primer lugar, es pertinente llamar la atención sobre el hecho de que el Gobierno Nacional no calificó como ofertas públicas de valores aquellas realizadas por algún medio de comunicación masiva, pese a estar habilitado para hacerlo conforme a lo dispuesto en el literal b) del artículo 4.° de la Ley 964 de 2005.

En efecto, tal como ha ocurrido con la definición de la oferta pública de valores desde la expedición de la Resolución 03 de 1985 de la Sala General de la Comisión Nacional de Valores, en la actual definición se omitió incluir el medio masivo de comunicación de la oferta, como elemento determinante de su condición de pública.

Esta decisión fue acertada, toda vez que el hecho de que se comunique la oferta de valores a través de un medio de comunicación masiva no debe ser el factor determinante para calificarla como pública. Por el contrario, el factor que debe primar para calificar una oferta como pública no es otro que el hecho de que, con ocasión de la misma, el oferente pueda llegar a captar recursos del público, lo cual dependerá de quiénes pueden aceptarla, es decir, de sus destinatarios.

En efecto, la publicación de una oferta de valores a través de un medio masivo, como un diario de amplia circulación nacional o una revista, por poner tan solo algunos ejemplos, que tenga por destinatario a una persona individualizada, de ninguna manera le permitirá al oferente captar recursos del público, pues solo el destinatario de la misma estará habilitado para aceptarla. De ahí que dicha oferta de valores no deba ser considerada como pública, así el oferente haya utilizado un medio masivo para comunicarla.

2. La Ley 32 de 1979, que constituye la base sobre la cual se construyó la definición de oferta pública de valores en Colombia, no definió el término "valor", aunque permitía inferir, a partir de lo dispuesto en su artículo 6.°, que debía entenderse por valores "los documentos emitidos en serie o en masa, respecto de los cuales se realice oferta pública, que otorguen a sus titulares derechos de crédito, de participación y de tradición o representativos de mercancías".

Sin embargo, en el inciso 1.° del artículo 2.° de la Ley 964 de 2005 se estableció que para efectos de la mencionada ley "será valor todo derecho de naturaleza negociable que haga parte de una emisión, cuando tenga por objeto o efecto la captación de recursos del público". Además, en la letra b del artículo 4.° de esta ley se facultó al Gobierno Nacional para "[e]stablecer la regulación aplicable a los valores, incluyendo, el reconocimiento de la calidad de valor a cualquier derecho de contenido patrimonial o cualquier instrumento financiero, siempre y cuando reúnan las características previstas en el inciso 1.° del artículo 2.° de la presente ley".

Por lo tanto es evidente que, a partir de la expedición de la Ley 964 de 2005, el concepto de valor dejó de estar circunscrito a documentos emitidos en serie o en masa, que otorguen a sus titulares derechos de crédito, de participación y de tradición o representativos de mercancías, para comprender otros instrumentos financieros como los contratos de futuros, de opciones y de permuta financiera.

Pese a ello, en el artículo 6.1.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010 se mantuvo el mismo texto empleado para definir la oferta pública de valores desde la expedición de la Resolución 626 de 1992 de la Superintendencia de Valores, hoy Superintendencia Financiera de Colombia, entendiendo por tal aquella que se realice "con el fin de suscribir, enajenar o adquirir documentos emitidos

en serie o en masa, que otorguen a sus titulares derechos de crédito, de participación y de tradición o representativos de mercancías".

3. La actual regulación del mercado público de valores no contempla ninguna norma en la cual se defina la expresión "documentos emitidos en serie o en masa" empleada en el artículo 6.1.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010.

Sin embargo, para efectos de lograr una aproximación al significado que debería dársele a esta expresión, conviene traer a colación la siguiente definición de documentos emitidos en serie o en masa que contenía el Decreto 1168 de 1993[3]:

> Artículo primero. Para los efectos previstos en el artículo 1.1.0.1 del Estatuto Orgánico del Mercado Público de Valores, se entenderán como documentos emitidos en serie o en masa aquellos que incorporen derechos patrimoniales y reúnan las siguientes condiciones:
>
> a) Que sean creados en virtud de un acto único o de actos sucesivos de los que se originen cuando menos 20 títulos;
>
> b) Que correspondan a un patrón común, es decir que tengan un contenido sustancial homogéneo;
>
> c) Que tengan igual naturaleza jurídica;
>
> d) Que tengan la misma ley de circulación;
>
> e) Que provengan de un mismo emisor, y
>
> f) Que tengan vocación circulatoria.

4. Desde el año 1985, con la expedición de la Resolución 03 de 1985 de la Sala General de la Comisión Nacional de Valores, el número de los destinatarios de la oferta fue introducido como una de las características de la oferta pública. En efecto, de acuerdo con esta resolución, las ofertas de valores dirigidas

3 El Decreto 1168 de 1993 era reglamentario del artículo 1.1.0.1 del Estatuto Orgánico del Mercado Público de Valores (Decreto 653 de 1993), en el cual se había incorporado el artículo 6.º de la Ley 32 de 1979. Este estatuto fue declarado inexequible por la Corte Constitucional mediante sentencia C-397 de 1995.

a un sector o grupo determinado de personas conformado por mínimo cien personas se considerarían como públicas.

Esta característica numérica, aunque con la omisión de los términos "sector o grupo", se conserva en el artículo 6.1.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010. Al respecto conviene recordar que el artículo 4.º de la Ley 964 de 2005 facultó al Gobierno Nacional para calificar como ofertas públicas aquellas que se dirijan a sectores o grupos de personas "relevantes", lo cual denota que sería inadecuado calificar como oferta pública de valores aquella cuyos receptores sean un número reducido de personas.

5. El propósito de la intervención del Estado mediante la autorización de la oferta pública de valores es brindarles protección a los inversionistas, dándoles acceso a la información material requerida por ellos para decidir si la aceptan o no. En tal sentido, cuando las personas a quienes vaya a dirigirse la oferta de valores dispongan de tal información o tengan la posibilidad de acceder directamente a ella, o cuando su razón para aceptar la oferta obedezca a un móvil distinto al análisis de dicha información, carece de sentido esa intervención ante la ausencia de necesidad de protección del inversionista.

Es por ello que desde el año 1992, con la expedición de la Resolución 626 de 1992 de la Superintendencia Nacional de Valores, hoy Superintendencia Financiera de Colombia, se exceptuaron de ser consideradas como ofertas públicas de valores las siguientes ofertas:

> • Las de acciones o de bonos obligatoriamente convertibles en acciones dirigidas a los accionistas de la sociedad emisora, siempre que sean menos de quinientos (500) sus destinatarios, y
>
> • Las de acciones resultantes de órdenes de capitalización o que tengan por objeto la capitalización de obligaciones reconocidas dentro de un proceso concursal en el que se haya tomado tal decisión. En estos casos, es indiferente el número de personas a quienes se encuentren dirigidas las ofertas.

6. Mediante el artículo 1.º del Decreto 767 de 2016 se estableció que tampoco constituirá una oferta pública de valores la oferta de acciones de una sociedad colombiana, siempre que estén inscritas en el Registro Nacional de Valores y Emisores, y que tenga por destinatarios a sus empleados y/o miembros de junta directiva. Exige la norma, para que proceda la excepción, que la respectiva oferta haga parte de un programa de compensación o de beneficios, y para el caso de empleados, que el mismo conste en el respectivo contrato de trabajo.

Tales ofertas también podrán ser efectuadas por vinculados a la sociedad empleadora, siempre que tengan su domicilio en Colombia.

Al respecto procede señalar que los programas de remuneración en acciones (*stock options*) tienen como propósito incentivar a los trabajadores y directores para que contribuyan a que la sociedad mejore sus resultados, otorgándoles el derecho a suscribir acciones de la compañía a un precio de ejercicio (*strike*) durante un lapso determinado.

En la medida en que es requisito, para que la oferta no sea considerada como pública, que las acciones estén inscritas en el Registro Nacional de Valores y Emisores, los destinatarios de la misma gozarán de la información material necesaria para adoptar su decisión de ejercer o no su derecho de suscripción de las acciones.

Sin embargo, lo ideal es que esta clase de programas sean implementados por sociedades que coticen sus acciones en un sistema de negociación de valores. De esta manera, si durante el periodo para el ejercicio de la opción de suscripción el precio de cotización de las acciones es superior al precio de ejercicio, lo normal es que el trabajador y/o director ejercite su derecho de suscripción. Por el contrario, si el precio de cotización de las acciones es inferior al precio de ejercicio, lo natural es que el trabajador y/o director se abstenga de ejercer su derecho a suscribir acciones.

7. De acuerdo con el último inciso del artículo 6.1.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010, las ofertas de acciones o de bonos obligatoriamente convertibles en acciones dirigidas a los accionistas de la sociedad emisora, siempre que sean menos de 500 los destinatarios de la misma, y a 100 o más personas determinadas, serán públicas.

Sobre este precepto, que corresponde en líneas generales al mismo texto del inciso 4.° del artículo 26 de la Resolución 626 de 1992 de la Superintendencia de Valores, el Consejo de Estado se pronunció en el sentido de indicar que, cuando la oferta de acciones o bonos obligatoriamente convertibles en acciones se dirija a un grupo determinado conformado por 100 o más personas, la oferta será pública, independientemente de que hagan parte de dicho grupo los accionistas de sociedad y de que estos sean un número menor de 500.

El fundamento en que se basó el Consejo de Estado para llegar a esta conclusión consistió en que "las normas de excepción son de interpretación restringida y por ello la 'y' del inciso cuarto del artículo 26 de la Resolución 626 de 1992 es copulativa". Así las cosas, para que la oferta de acciones o de bonos obligatoriamente convertibles en acciones se entienda como privada, el

Consejo de Estado estimó que debe estar "dirigida abiertamente a dos grupos de personas: *Los accionistas*, es decir todos los accionistas de la sociedad y que éstos fuesen en número menor de quinientos, y a otro sector, en cuyo caso este último sector debía estar conformado por un número menor de 100 personas"[4].

8. Conforme a lo dispuesto en el parágrafo del artículo 6.1.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010, cuando los destinatarios de una oferta se vayan a determinar con base en una labor de premercado realizada entre personas no determinadas o 100 o más personas determinadas, la respectiva oferta tendrá el carácter de pública.

Esto con el objeto de impedir que a través de una labor de premercadeo masiva se seleccione a un grupo conformado por menos de 100 personas para efectuarle una oferta de valores, sin tener que brindar a los destinatarios de la oferta la información material necesaria para que puedan adoptar sus decisiones de inversión.

4. LA INVITACIÓN PARA PARTICIPAR EN SOCIEDADES POR ACCIONES EN PROCESO DE CONSTITUCIÓN

Según lo previsto en el artículo 6.1.1.1.4 del Decreto 2555 de 2010, cuando se efectúe una oferta para participar como accionista en una sociedad que se encuentre en proceso de constitución y que de acuerdo con las personas a quienes esté dirigida pueda ser considerada como pública, según lo dispuesto en el artículo 6.1.1.1.1 del mencionado decreto, tal oferta deberá ser autorizada previamente por la Superintendencia Financiera de Colombia.

Esta previsión fue incorporada en la regulación del mercado de valores colombiana con la expedición de la Resolución 1242 de 1993 de la Sala General de la Superintendencia de Valores (art. 40).

Aunque en estricto sentido la invitación para participar como accionista en una sociedad que se encuentre en proceso de constitución no configura una oferta de valores, puesto que no versa sobre acciones, en la medida en que con ocasión de la misma los oferentes puedan acceder a los recursos del público, es evidente que el Estado debe velar por que sus destinatarios cuenten con la información material necesaria para adoptar su decisión de aceptar o no tal invitación, que en la práctica consiste en una decisión de invertir o no en acciones.

4 Consejo de Estado. Sentencia del 16 de febrero de 1996, exp. 5295, C.P.: Julio Enrique Correa Restrepo.

5. LA INSCRIPCIÓN EN EL REGISTRO NACIONAL DE VALORES Y EMISORES Y LA AUTORIZACIÓN DE LA OFERTA PÚBLICA DE VALORES

De acuerdo con el inciso 2.° del literal a del artículo 7.° de la Ley 964 de 2005, "[l]as ofertas públicas de valores deberán estar precedidas por la inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores".

En consonancia con esta disposición, en el artículo 5.2.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010 se estableció que quienes deseen realizar una oferta pública de valores o que estos puedan negociarse en un sistema de negociación, deberán inscribirse, junto con la emisión o emisiones del respectivo valor o valores, en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE), el cual hace parte del Sistema Integral de Información del Mercado de Valores (SIMEV)[5].

Por consiguiente, este requisito de inscripción en el RNVE es predicable de la realización de ofertas públicas tanto en el mercado primario de valores como en el mercado secundario. Al efecto conviene traer a colación las siguientes definiciones doctrinales de uno y otro mercado:

> En el mercado primario los emisores ponen en circulación los valores que son suscritos por los ahorradores con la mediación o no de intermediarios financieros. En el mercado primario se produce la canalización directa del ahorro a la inversión productiva.
>
> En los mercados secundarios se negocian títulos ya emitidos. El mercado secundario proporciona liquidez a los valores emitidos en el primario y facilita su suscripción al hacer más atractiva la inversión en valores, por ser posible la desinversión. Al mismo tiempo, el precio alcanzado por los valores en el secundario determina el precio y condiciones de emisión en el primario[6].

Ahora bien, para que la Superintendencia Financiera de Colombia ordene esta inscripción, los emisores de valores deben aportar, con destino al RNVE, la información necesaria para que los inversionistas puedan conocer todos los aspectos jurídicos, financieros y contables necesarios para que puedan tomar su decisión en materia de inversión.

De acuerdo con el parágrafo 2.° del artículo 7.° de la Ley 964 de 2005, en concordancia con el artículo 5.1.1.1.3 del Decreto 2555 de 2010, cualquier persona podrá consultar dicha información, la cual es pública.

La relación de los documentos contentivos de la información que debe ser aportada por los emisores de valores se encuentra en el artículo 5.2.1.1.3 del Decreto 2555 de 2010. Esta información deberá ser permanentemente actualizada con las informaciones de fin de ejercicio, de periodos intermedios y la información relevante de que tratan los artículos 5.2.4.1.2, 5.2.4.1.3 y 5.2.4.1.5 del Decreto 2555 de 2010.

Cuando la inscripción sea para realizar una oferta pública de valores de mercado primario deberán adjuntarse, adicionalmente, los documentos de que trata el artículo 5.2.1.1.5 del Decreto 2555 de 2010.

La inscripción del emisor y de la emisión en el RNVE conllevará la autorización para realizar la oferta pública de los valores, de acuerdo con el artículo 5.2.1.1.5 del Decreto 2555 de 2010.

Es importante señalar que conforme a lo previsto en el parágrafo 4.° de la Ley 964 de 2005, la inscripción en el RNVE no implicará calificación ni responsabilidad alguna por parte de la Superintendencia Financiera acerca de los emisores de valores inscritos ni sobre el precio, la bondad o la negociabilidad del valor, o de la respectiva emisión, ni sobre la solvencia de los emisores.

Por lo tanto, la inscripción de determinados valores y de su emisor en el RNVE obedecerá al cumplimiento del suministro de la información material necesaria para que los inversionistas puedan efectuar sus propios análisis y con base en ellos adoptar sus decisiones de inversión, de acuerdo con su particular manejo del riesgo, sus intereses particulares y expectativas. Por el contrario, en ningún momento la viabilidad de la inscripción en el RNVE dependerá de la solvencia del emisor o de la bondad de los valores que pretende inscribir.

Sobre la importancia de la información suministrada a los inversionistas a través del RNVE, el Consejo de Estado expresó lo siguiente al resolver una acción de nulidad ejercida contra el numeral 11 del artículo 6.° del Decreto 1608 de 2000:

> El mercado de valores cuenta con su propio sistema de publicidad e información, el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, de carácter público. Elemento de primordial importancia para el mercado de valores es la "información" que

5 El artículo 5.1.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010 define el Sistema Integrado de Información del Mercado de Valores como "el conjunto de recursos humanos, técnicos y de gestión que utilizará la Superintendencia Financiera de Colombia para permitir y facilitar el suministro de información al mercado".

6 LUIS DE CARLOS BERTRÁN y JUAN FERNÁNDEZ-ARMESTO. *El derecho del mercado financiero*, Madrid, Civitas, 1992, p. 499.

suministran los emisores, y por tanto, el ordenamiento legal ha exigido reiteradamente que esta satisfaga exigencias de calidad, suficiencia y oportunidad, y ha dotado a la Superintendencia de Valores de amplias facultades para que mediante el ejercicio de las funciones de control, inspección y vigilancia garantice la transparencia y confiabilidad del mercado público.

Es precisamente para alcanzar este cometido por lo que la norma acusada asigna a la Superintendencia la función de velar porque las sociedades emisoras, sus administradores y funcionarios cumplan las disposiciones que regulan el mercado público de valores y especialmente las relacionadas con el suministro y presentación de información al público[7].

6. LA INEFICACIA DE LOS ACTOS JURÍDICOS CELEBRADOS EN VIRTUD DE UNA OFERTA PÚBLICA DE VALORES NO AUTORIZADA

Conforme a lo previsto en el artículo 10.° de la Ley 32 de 1979, será ineficaz el acto jurídico que se celebre como consecuencia de una oferta pública de valores que no haya sido autorizada por la Superintendencia Financiera de Colombia. Reza la norma:

> Artículo 10. Será ineficaz el acto jurídico que se celebre como consecuencia de una oferta pública de valores que no haya sido autorizada por la Comisión Nacional de Valores, salvo las acciones restitutorias o de perjuicios a que haya lugar.

Ahora bien, en el artículo 12 del Decreto Ley 1169 de 1980 se dispuso:

> Artículo 12. Conforme a la Ley 32 de 1979, los actos jurídicos que se celebren como consecuencia de una oferta pública de valores que no haya sido autorizada por la Comisión serán ineficaces de pleno derecho, sin necesidad de declaración judicial, y, por consiguiente, no producirán efecto alguno, sin que ello obste para el ejercicio de las acciones restitutorias o de perjuicio a que haya lugar.

Sin embargo, esta norma fue sustituida por el artículo 104 del Decreto 2150 de 1995, el cual dice:

7 Consejo de Estado, Sala de lo Contencioso Administrativo, Sección Primera. Sentencia [illegible] 01 de 31 de agosto de 2006, C.P.: Camilo Arciniegas Andrade.

> Artículo 104. *Ofertas públicas autorizadas*. Sustituir los artículos 9.°, 10, 11 y 12 del Decreto 1169 de 1980, por el siguiente texto:
>
> Cuando se trate de una oferta pública de valores cuya emisión o colocación deba ser autorizada por la Superintendencia Bancaria, la Superintendencia de Valores podrá tramitar simultáneamente la respectiva solicitud, pero se abstendrá de pronunciarse hasta tanto reciba copia de la providencia por medio de la cual se autorizó la emisión o la colocación con la constancia de su ejecutoria.
>
> En los actos que autoricen una oferta pública de valores deberá indicarse el término dentro del cual ella deberá realizarse. Vencido dicho término sin que la misma se haya efectuado caducará la autorización respectiva.
>
> La Superintendencia de Valores deberá resolver sobre las solicitudes de autorización de oferta pública o de inscripción de un valor o intermediario en el registro nacional de valores e intermediarios, dentro de los treinta (30) días siguientes a la fecha de la presentación de la petición respectiva. No obstante, si las informaciones o documentos que proporcione el interesado no son suficientes para decidir, se le requerirá la entrega de lo faltante y será a partir del día siguiente a aquel en que éste haya sido entregado, que comenzará a correr el término previsto en este artículo.
>
> Vencido este plazo sin pronunciamiento de la Superintendencia de Valores se considerará despachada favorablemente la solicitud del interesado.

Como puede apreciarse, la disposición anteriormente transcrita no hace referencia alguna a la ineficacia de pleno de derecho, es decir, a que la ineficacia no requiera de fallo judicial, respecto de los actos jurídicos celebrados con ocasión de una oferta pública de valores no autorizada.

Por consiguiente cabe preguntarse si, ante la ausencia de una ley en tal sentido, basta con lo previsto en el artículo 10.° de la Ley 32 de 1979 para que, sin necesidad de declaración judicial, no produzcan efectos los actos jurídicos que se celebren como consecuencia de una oferta pública de valores que no haya sido autorizada por la Superintendencia Financiera.

La Corte Constitucional, en un pronunciamiento reciente, expresó respecto a la ineficacia:

> ... la ineficacia en sentido estricto se presenta en aquellos casos en los cuales la ley, por razones de diferente naturaleza, ha previsto que el acto no debe producir

efectos de ninguna naturaleza sin que sea necesario la existencia de una declaración judicial en ese sentido[8].

Sin embargo, la ineficacia de pleno derecho o *ipso iure*, como bien lo señala Hinestrosa, es una figura *sui generis* en nuestro ordenamiento, consagrada inicialmente en el artículo 897 C.Co. en los siguientes términos:

> Artículo 897. Cuando en este código, se exprese que un acto no produce efectos, se entenderá que es ineficaz de pleno de derecho, sin necesidad de declaración judicial.

Después de relacionar todos los casos en que un acto no produce efectos conforme a lo dispuesto en el Código de Comercio, Hinestrosa afirmó:

> En todos estos casos, quizá con las solas excepciones de los relativos a las asambleas de socios, a la expedición de títulos-valores y a algunos de los elementos del seguro, en donde pudiera pensarse que se configuraría la inexistencia, prevenida en el artículo 898, se trata incuestionablemente de la nulidad de determinadas cláusulas por contrariedad a normas imperativas, eventualidad prevista en el artículo 899, tanto en el numeral 1.º como en el 2.º, por lo cual lo primero que se ocurre es preguntar a qué esa repetición innecesaria y a qué la creación de una figura extraña, imprecisa y confusa.
>
> La ineficacia en sentido lato comprende la falta de efectos, desde la inexistencia hasta la inoponibilidad; y en sentido estricto, es una figura que presupone tanto la existencia –relevancia– como la validez. Esto, de conformidad con la doctrina universal, acogida en las sentencias de 4 diciembre de 1967 y 13, 16 y 21 de mayo de 1968 por la Sala de Casación de la Corte Suprema de Justicia.
>
> En los supuestos de inexistencia, la prevención de ausencia de efecto y de no necesitarse declaración judicial sobra del todo; y la confluencia de figuras y expresiones, a más de impropia, induce a confusiones.
>
> Y en lo relativo a la nulidad, nulidad de pactos o cláusulas por contrariedad del *ius cogens*, no parece acertada la creación de una medida adicional a la nulidad

8 Corte Constitucional. Sentencia C-345 de 2017, M.P.: Alejandro Linares Cantillo.

absoluta propia de estos casos, con el nombre de "ineficacia", en cuanto elimina la intervención del juez, para estatuir una nulidad virtual al capricho de los particulares y de autoridades administrativas, vaya a saberse si imprescriptible, y cuya aplicación de ninguna manera podría hacerse a espaldas de la jurisdicción, del derecho de defensa y del debido proceso.

Posteriormente, la ley 45 de 1990, reguladora de actividades financieras, con insistencia en el sometimiento del contenido de las pólizas de seguro a las normas respectivas de carácter imperativo, estableció la pena de ineficacia para la estipulación contraria o derogatoria de aquellas. Y la ley 446 de 1998, relativa a numerosos aspectos de la solución procesal y extra-procesal de contenciones tanto privadas como administrativas, a tiempo que les otorgó poderes jurisdiccionales a las superintendencias Bancaria, de Valores y de Sociedades, por acuerdo (¿compromiso?) entre las partes, para resolver en derecho y única instancia los conflictos entre empresarios y clientes, en su art. 133, haciendo expresa referencia al art. 897 del Código de Comercio, confirió atribución a dichas superintendencias para "efectuar [*sic*] el reconocimiento de los presupuestos de ineficacia previstos en el libro segundo del Código de Comercio", lo mismo que para "el reconocimiento de la ocurrencia de dichas causales de ineficacia, a falta de acuerdo de las partes" al respecto.

Ciertamente la exigencia a ultranza de la decisión de juez para que pueda hablarse de nulidad y la vulnerabilidad de ésta al término de prescripción constituyen característica positiva de nuestro sistema, que no acepta la posibilidad de que un negocio jurídico sea "ineficaz" de suyo, virtualmente, sin necesidad de que una autoridad lo declare tal, y en cualquier momento, es decir, a perpetuidad.

La norma del art. 897 del C. de Comercio, en su extremismo y simplicidad, aun mayores que los del art. 6.º del C. C. (art. 10 C. C. ch.), merece en primer lugar el reproche de vulneración del derecho fundamental del debido proceso (*nulla poena sine iudicio*), que indirectamente resultó atendido por la ley 446 en lo que se refiere a la "ineficacia" en materia de sociedades, respecto de la cual es indispensable puntualizar que la decisión jurisdiccional de la autoridad administrativa no puede tener el efecto de cosa juzgada de la decisión administrativa "arbitral" regulada por dicha ley, de modo que sería susceptible de los recursos e impugnaciones propios de toda decisión administrativa (para ante la jurisdicción del ramo), que en últimas somete impropiamente a la justicia administrativa conflictos de derecho privado y entre particulares. A lo que se agrega, en lo que respecta a las demás "ineficacias", la necesidad de procurar que, bien sea mediante intervención

> del legislador o, a lo menos, por vía pretoriana, se llegue al restablecimiento del principio de *pas de nullité sans arrêt*.
>
> Natural es pensar en mecanismos que permitan resolver expedita y económicamente sobre la invalidez de las cláusulas negras y grises o derogatorias del *ius cogens*, tanto en lo que hace a la inmediación como a la celeridad del trámite, y que también faciliten las *class actions*, la intervención de organismos administrativos especializados y de "defensores del consumidor", e incluso permitan una extensión de los efectos del pronunciamiento jurisdiccional. Es más, contando con la posibilidad de "atribuir función jurisdiccional en materias precisas a determinadas autoridades administrativas", que introdujo el art. 116 de la Constitución Política de 1991, y al calor de experiencias de derecho comparado y de los apremios de solución de necesidades múltiples de la vida comercial, bien podría contemplarse el diseño de procesos jurisdiccionales ante autoridades administrativas especializadas. Todo ello, naturalmente, partiendo del supuesto de enmendar el entuerto de la "ineficacia" de pleno derecho[9].

Sobre esta misma línea conceptual, la Superintendencia Financiera de Colombia, en ejercicio de las funciones jurisdiccionales que le fueron asignadas por la Ley 446 de 1998, expresó que aunque la ineficacia siempre opera sin necesidad de declaración judicial, le corresponde al juez estudiar la ocurrencia de los presupuestos que la configuran. Veamos:

> ... cuando la Superintendencia resuelve sobre la ocurrencia de las hipótesis y presupuestos que configuran la sanción de ineficacia, lo hace como un Juez, porque a petición de parte se le convocó a actuar investido de esa calidad, y por medio de un procedimiento jurisdiccional. En ese orden de ideas, aunque la sanción de ineficacia opera sin necesidad de declaración judicial, *no es acertado considerar que cuando la Superintendencia o un Juez Ordinario deben estudiar sobre la ocurrencia de los presupuestos que la configuran abandona su rol o investidura de Juez*. Por el contrario, ante las dificultades prácticas derivadas de la coincidencia entre las partes de un negocio en torno a la ocurrencia de un evento que amenace su eficacia, el legislador remite precisamente al ejercicio de la función judicial para que sea un juez quien válidamente reconozca o no si ese evento o presupuesto se dio. La sanción de ineficacia ciertamente opera *ipso jure*, pero en ausencia de acuerdo

9 Fernando Hinestrosa. "Eficacia e ineficacia del contrato", *Revista de Derecho de la Universidad Católica de Valparaíso*, xx, 1999, pp. 158-161.

> sobre los hechos que la edifican es al Juez a quien en últimas corresponde, a petición de parte, resolver si el evento configurador de dicha sanción tuvo lugar. La verificación de dichos presupuestos *es una función judicial*[10].

En todo caso, lo cierto es que, con la sustitución del artículo 12 del Decreto Ley 1169 de 1980 por el artículo 104 del Decreto 2150 de 1995, desapareció la consagración legal de la ineficacia *ipso iure* respecto de los actos jurídicos que se celebren como consecuencia de una oferta pública de valores que no haya sido autorizada por la Superintendencia Financiera.

Con independencia de lo anteriormente expuesto, es del caso señalar que la Superintendencia Financiera continúa considerando que son ineficaces de pleno derecho los actos jurídicos que se celebren como consecuencia de una oferta pública de valores que no haya sido autorizada por esa entidad, con fundamento en lo establecido en el artículo 10 de la Ley 32 de 1979.

Al respecto resultan ilustrativos los siguientes apartes del acto administrativo que expidió esa superintendencia con ocasión de una oferta de acciones de la Sociedad Portuaria del Pacífico Tribugá S.A.:

> 4.3. *Ineficacia del negocio jurídico que se celebre como consecuencia de una oferta pública sin autorización de la Superintendencia Financiera de Colombia*
>
> Conforme con lo establecido en el artículo 10 de la Ley 32 de 1979: "Será ineficaz el acto jurídico que se celebre como consecuencia de una oferta pública de valores que no haya sido autorizada por la Comisión Nacional de Valores [hoy Superintendencia Financiera de Colombia], salvo las acciones restitutorias o de perjuicios a que haya lugar".
>
> En consecuencia, será ineficaz de pleno derecho, esto es sin declaración judicial, todo acto jurídico celebrado como consecuencia de la realización de una oferta pública de valores dirigida a personas indeterminadas, sin la autorización de esta Superintendencia para su realización.
>
> [...]

10 Superintendencia Financiera de Colombia. Sentencia de 2 de marzo de 2009, *Boletín Jurídico* n.º 19, marzo-abril, 2009.

> 5.2. Como ya fue puesto de presente por esta Superintendencia en el oficio 2012083104-004 del 22 de mayo de 2013, la totalidad de acciones que hace parte del reglamento de emisión y colocación aprobado por la junta directiva de la Sociedad Portuaria del Pacífico Tribugá S.A. en reunión del 7 de septiembre de 2012 fue emitida y ofrecida a través del aviso publicado en el diario *La República* el 19 de septiembre siguiente, no solamente porque legalmente la cantidad de acciones que se ofrezca no podrá ser inferior a las emitidas, sino [por]que ello se observa del tenor literal del reglamento según el cual: "*La presente emisión* se realizará en dos rondas, la primera [que] será dirigida al agotamiento del derecho de preferencia para los actuales accionistas y una segunda ronda en la cual se ofrecerá al público en general" [subraya fuera de texto].
>
> [...]
>
> 5.5. La facultad de la Superintendencia Financiera de Colombia, para ordenar que se retrotraigan los efectos de los actos jurídicos celebrados como consecuencia de una oferta pública de valores que no haya sido autorizada por ella, no tiene prescripción, por ende, puede ser aplicada en cualquier momento.
>
> En conclusión, de la verificación al cumplimiento de las normas del mercado de valores en relación con la oferta de acciones de la Sociedad Portuaria del Pacífico Tribugá S.A. encuentra este Despacho que en atención a que tuvo como destinatarios de la oferta, no solamente a los accionistas en ejercicio del derecho de preferencia sino al público en general, traducido en personas jurídicas con capacidad de contratar, tal oferta contó con la calidad de pública, por lo que, al no tener autorización de esta Superintendencia para llevarla a cabo, los actos jurídicos derivados de ella son ineficaces.
>
> De manera que, al ser ineficaces tales actos jurídicos, éstos carecen de efectos, por lo que deben retrotraerse todos los actos efectuados como consecuencia de la aludida oferta pública, con relación a cada una de las personas que suscribieron los contratos, esto es, los 9 accionistas previos que adquirieron parte de las acciones ofrecidas, de conformidad con la certificación allegada[11].

En todo caso, es importante señalar que someter el reconocimiento de la ocurrencia de los presupuestos que configuran la ineficacia de los actos jurídicos derivados de una oferta pública de valores a una actuación judicial podría

---

11 Superintendencia Financiera de Colombia. Resolución 1452 de 31 de julio de 2013.

afectar negativamente a los inversionistas, dada la vocación circulatoria que tienen los valores.

Es por ello que, partiendo del supuesto de que la ineficacia consagrada en el artículo 10.° de la Ley 32 de 1979 no requiere declaración judicial, Giraldo expresó:

> Se explica este tipo de sanción ante la necesidad de evitar que la rapidez de los hechos económicos que se suceden en las transacciones del mercado público afecten irremediablemente al conjunto de los inversionistas. Es la única forma de amainar los efectos nefastos de una oferta pública temeraria y provista de información irreal. Este efecto previsto para estos actos jurídicos no excluye la posibilidad de ejercer las acciones restitutorias o de perjuicios a que haya lugar[12].

Es precisamente por la agilidad para su aplicación que la ineficacia de pleno derecho tiene gran valor para contrarrestar los efectos que conlleva la infracción de normas imperativas, tal como lo señaló Alarcón Rojas al referirse a la misma como sigue:

> ... se advertirá la verdadera dimensión de la aplicación práctica de la figura toda vez que hoy por hoy el legislador tiende a sancionar con ineficacia de pleno derecho, y no con nulidad absoluta, las transgresiones a las normas imperativas, al orden público o a las buenas costumbres.
>
> Y esta inclinación del legislador se debe a que la ineficacia de pleno derecho opera *ipso iure* puesto que esta sanción encuentra pronta y cumplida ejecución sin necesidad de engorrosas y dilatadas actuaciones judiciales, lo que indudablemente constituye una enorme ventaja sobre la nulidad absoluta[13].

7. LA OFERTA PRIVADA DE VALORES

En la medida en que el artículo 6.1.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010 consagra la definición de oferta pública de valores y sus excepciones, en contraposición, todas aquellas ofertas de valores que no se ajusten a dicha definición o que

---

12 Carlos Mario Girado. "La oferta pública de valores", *Dialnet*, septiembre de 1987.

13 Fernando Alarcón Rojas. *La ineficacia de pleno derecho en los negocios jurídicos*, Bogotá, Universidad Externado de Colombia, 2011, p. 27.

se encuentren comprendidas dentro de las excepciones consagradas por esta norma tendrán la connotación de ofertas privadas.

Por consiguiente, respecto de los valores objeto de tales ofertas privadas, no procederá la exigencia de que sean inscritos previamente a la realización de la oferta en el RNVE. Esto es así toda vez que, como se expuso previamente, la inscripción de valores en el RNVE solo es necesaria cuando vayan a ser objeto de oferta pública o registrados en un sistema de negociación de valores.

Sin embargo, merece especial atención el hecho de que en la definición de oferta pública no se hubiera previsto ningún criterio temporal para considerar que varias ofertas sobre los mismos valores, realizadas dentro de un determinado lapso, deban ser consideradas como una sola, para efectos de que su realización esté condicionada a la autorización previa de la Superintendencia Financiera de Colombia.

Esto conduce a que mediante el fraccionamiento de los destinatarios, de manera tal que en ninguna de las ofertas se supere el número de 100, aunque en total termine por esta vía ofreciéndose valores a personas determinadas en un número superior al centenar, se burle la obligación de contar con la previa autorización de la Superintendencia Financiera y se omita el deber de suministrar a los destinatarios de la oferta toda la información material que estos requieren para decidir sobre la inversión.

No obstante, la Superintendencia Financiera, en respuesta a una consulta sobre si debe considerarse que hay una oferta pública de valores cuando con base en un mismo reglamento de colocación de acciones se realizan varias ofertas en diferentes periodos de tiempo a menos de 100 personas en cada oferta, se pronunció como sigue:

> ... si bien el artículo 6.1.1.1.1 no contiene elementos temporales como ya se ha afirmado en el citado concepto 2008033547-002, si una oferta pública de valores en el fondo versa sobre los mismos elementos y destinatarios, pero en la forma aparenta tratarse de varias ofertas deferidas en el tiempo, prima el sentido sustancial y no formal de la norma [se refiere al artículo 1.º de la Ley 964 de 2005], razón por la cual su ejemplo se trataría de una misma oferta pública de valores, que requeriría de la autorización previa de la SFC a la inscripción del valor y del emisor ante el RNVE y a su realización.
>
> No podría ser de otra forma, por cuanto las normas que regulan las ofertas públicas de valores constituyen un régimen de protección a los inversionistas, normas de obligatoria aplicación que deben primar sobre las normas que regulan las meras relaciones contractuales del derecho privado.
>
> Por todo lo anterior, se reitera que del caso planteado se deduce la realización de una sola oferta (unos únicos elementos esenciales, entre ellos un solo reglamento y unos mismos destinatarios), sin perjuicio [de] que se haya diferido la vinculación de accionistas en el tiempo, de manera que para determinar la ocurrencia de oferta pública se debe tener en cuenta lo previsto en el artículo 6.1.1.1.1 ya citado, esto es, que se haya dirigido a personas indeterminadas o 100 o más personas determinadas, supuesto que de acuerdo con su escrito también se cumplió en el caso objeto de consulta[14].

Así mismo, de manera específica en torno al punto del fraccionamiento, se pronunció la Superintendencia Financiera en los términos siguientes:

> De conformidad con las normas del mercado de valores, es oferta pública de valores aquella que se dirija a personas no determinadas o a cien o más personas determinadas, con el fin de suscribir, enajenar o adquirir documentos emitidos en serie o en masa, que otorguen a sus titulares derechos de crédito, de participación y de tradición o representativos de mercancías.
>
> En la medida en la que se lleve a cabo una oferta que no se encuentre en los presupuestos establecidos por el artículo 6.1.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010, no sería necesaria la solicitud de autorización a la inscripción y a la oferta pública de valores ante la Superintendencia Financiera de Colombia en los términos del artículo 5.2.1.1.1 ídem.
>
> Se advierte, no obstante, que esto no se puede interpretar como una autorización para fraccionar una oferta pública con el fin de que no se encuentre formalmente en los supuestos de la norma, pues sería procedente evaluar si ese fraccionamiento constituiría un fraude a la ley[15].

Sin embargo, es recomendable establecer una reglamentación clara sobre este tema, que permita saber con exactitud cuándo varias ofertas de valores han de

---

14 Superintendencia Financiera de Colombia. Concepto 2011064227-003 de 10 de noviembre de 2011.

15 Superintendencia Financiera de Colombia. Concepto 2010080590-001 de 20 de diciembre de 2010.

ser consideradas como una sola para efectos de determinar si los valores deben estar inscritos en el RNVE y se debe obtener la autorización de la Superintendencia Financiera para poder llevarlas a cabo.

Por ejemplo, sobre este tema, la SEC consagra en la regla 155 unas situaciones que le permiten determinar en qué casos varias ofertas de valores deben ser consideras como una sola oferta pública de valores (*safe harbor rules*), así como el siguiente test de cinco factores:

- Si son parte de un mismo plan de financiamiento.
- Si versan sobre la misma clase de valores.
- Si son llevadas a cabo aproximadamente en la misma época.
- Si los valores son pagados con la misma contraprestación.
- Si las ofertas son hechas con un mismo propósito.

REFERENCIAS

LIBROS Y PAPERS

ALARCÓN ROJAS, FERNANDO. *La ineficacia de pleno derecho en los negocios jurídicos*, Bogotá, Universidad Externado de Colombia, 2011.

CARLOS MARIO GIRADO. "La oferta pública de valores", *Dialnet*, septiembre de 1987.

DE CARLOS BERTRÁN, LUIS y FERNÁNDEZ-ARMESTO, JUAN. *El derecho del mercado financiero*, Madrid, Civitas, 1992.

HINESTROSA, FERNANDO. "Eficacia e ineficacia del contrato", *Revista de Derecho de la Universidad Católica de Valparaíso*, XX, 1999, pp. 158-161.

JARA AMIGO, RONY. "Oferta pública y privada de valores en el mercado norteamericano: una visión comparada", *Revista Chilena de Derecho*, vol. 28, n.° 1, 2001.

MARTÍNEZ NEIRA, NÉSTOR HUMBERTO. *Intervención del Estado en el mercado público de valores*, Bogotá, Temis, 1986.

JURISPRUDENCIA

Consejo de Estado. Sentencia del 16 de febrero de 1996, exp. 5295, C.P.: Julio Enrique Correa Restrepo.

Consejo de Estado, Sala de lo Contencioso Administrativo, Sección Primera. Sentencia CE-118-01 del 31 de agosto de 2006, C.P.: Camilo Arciniegas Andrade.

Corte Constitucional. Sentencia C-345 del 24 de mayo de 2017, M.P.: Alejandro Linares Cantillo.

LEYES, DECRETOS Y ACTOS ADMINISTRATIVOS

Ley 964 de 2005.

Ley 32 de 1979.

Decreto 1168 de 1993.

Estatuto Orgánico del Mercado Público de Valores (Decreto 653 de 1993).

Decreto 2555 de 2010.

Superintendencia Financiera de Colombia. Sentencia del 2 de marzo de 2009, en *Boletín Jurídico* n.° 19, marzo-abril, 2009.

Superintendencia Financiera de Colombia. Resolución 1452 del 31 de julio de 2013.

Superintendencia Financiera de Colombia. Concepto 2011064227-003 del 10 de noviembre de 2011.

Superintendencia Financiera de Colombia. Concepto 2010080590-001 del 20 de diciembre de 2010.

Superintendencia Financiera de Colombia. Concepto 2010080590-001 de 20 de diciembre de 2010.

JUAN PABLO GONZÁLEZ MEJÍA*
DIANA BOGOTÁ PRIETO**

Intermediación de valores

El origen del mercado de valores colombiano se remonta a finales del siglo XVI e inicios del siglo XVII, cuando varias compañías decidieron emitir acciones como medio para obtener recursos financieros[1]. Así, en Colombia, la evolución del mercado de valores ha estado ligada al desarrollo de la economía del país. La transformación de un modelo basado en la agricultura en uno en el cual la industria y el comercio empezaron a jugar un papel preponderante generó la necesidad de contar con variados mecanismos de financiación, entre ellos la emisión y negociación de valores[2].

Con el paso de los años algunos intermediarios de valores se organizaron y constituyeron entidades que dieron solución a esas necesidades, comenzando por la Bolsa de Bogotá (1928), a la cual se sumaron años después la Bolsa de Medellín (1961) y, más adelante, la Bolsa de Occidente (1983). De manera paralela tuvo lugar el nacimiento de entidades como el Banco de la República y la Superintendencia Bancaria, superintendencia cuyas funciones fueron asumidas por la Comisión de Valores, luego por la Superintendencia de Valores y finalmente por la Superintendencia Financiera de Colombia, como la conocemos actualmente[3].

El comienzo del siglo XXI coincidió con la iniciativa de consolidar el mercado de valores colombiano. Así, el 3 de julio del año 2001, como resultado de la unificación de las bolsas de valores de Bogotá, Medellín y Occidente, se constituyó la Bolsa de Valores de Colombia (BVC).

---

* Abogado de la Universidad Javeriana, con maestría en Leyes (LL.M.) de la Universidad de Cornell (Estados Unidos). Ha sido vicepresidente jurídico y vicepresidente ejecutivo de la Bolsa de Bogotá, así como vicepresidente ejecutivo de la Bolsa de Valores de Colombia. Ha sido profesor de la Universidad Javeriana y el Colegio de Estudios Superiores de Administración (CESA) y lo es de Derecho Financiero en la Universidad Javeriana. Socio de la firma Esguerra Asesores Jurídicos.

** Abogada de la Universidad de los Andes, LL.M. en Securities and Financial Regulation de la Universidad de Georgetown (Estados Unidos). Abogada de la firma Gómez Pinzón.

1 Investor Relations Colombia. "El mercado de valores en Colombia". Guía de apoyo sobre temas de mercado de valores en Colombia. El uso de este documento no constituye recomendación alguna, promoción, invitación, asesoría, oferta, garantía u obligación por parte de la Nación-Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Tomado de: http://www.irc.gov.co/portal/page/portal/irc/es/mercadovalorescolombiano/Mercado%20en%20Colombia%20Ene11_0.pdf

2 "Historia de la BVC", reseña histórica, 2 de septiembre de 2009, disponible en: http://bolsadevaloresdecolombia.blogspot.com/2009/09/historia-de-la-bvc.html

3 Ibíd.

Más adelante, a raíz de la expedición de la Ley 964 de 2005[4], el proceso de supervisión y sanción disciplinaria pasó de la BVC al Autorregulador del Mercado de Valores (AMV), corporación de carácter privado sin ánimo de lucro constituida en el año 2006, a la cual se le asignó la labor de vigilancia de las sociedades comisionistas de bolsa y de todos los intermediarios del mercado de valores[5].

Si bien durante muchos años los intermediarios de valores y las actividades desarrolladas por ellos estuvieron estrechamente ligados a las bolsas de valores, las innovaciones normativas de los últimos tiempos ampliaron considerablemente el rango de acción de esos intermediarios, permitiendo el desarrollo de diversos productos y mercados extrabursátiles, entre ellos los fondos de inversión colectiva y el mercado mostrador de renta fija.

En el presente capítulo se analiza, desde un punto de vista jurídico, la actividad de intermediación de valores en el mercado colombiano. Como punto de partida se establece el marco legal que regula la materia y su fundamento. Luego se define qué es la intermediación de valores y cuáles son las actividades consideradas como tales, de acuerdo con la normatividad vigente. Más adelante se señala quiénes son intermediarios de valores y cuáles son los deberes que la ley les impone. Posteriormente se estudia cada una de las actividades de intermediación de valores definidas en la ley, quiénes las desempeñan y cuál es el escenario donde estas se desarrollan. Por último, se establecen unas conclusiones e ideas generales sobre el tema.

Los objetivos del presente capítulo son los siguientes:

- Definir qué es la intermediación de valores, cuál es su marco jurídico, quiénes intervienen en ella y qué operaciones son consideradas como tales.
- Analizar cada una de las actividades de intermediación definidas en la ley y el alcance de las mismas.
- Estudiar los escenarios en los cuales las actividades de intermediación pueden desarrollarse, tanto a nivel doméstico como internacional.
- Familiarizar a los lectores con conceptos básicos, propios de la materia.

4 "Por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los que debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores", conocida popularmente como "Ley del Mercado de Valores".

5 Tomado de: http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/AcercaBVC

1. LA INTERMEDIACIÓN DE VALORES

1.1. MARCO JURÍDICO

El marco jurídico para la realización de actividades y operaciones de intermediación de valores en Colombia está compuesto fundamentalmente por la Ley 964 de 2005, algunas normas de rango legal dispersas en varias leyes, el Decreto 2555 de 2010, el título IX de la Circular Básica Jurídica emitida por la Superintendencia Financiera de Colombia y el libro 2 del Reglamento General del AMV.

1.2. ¿POR QUÉ REGULAR LA ACTIVIDAD DE INTERMEDIACIÓN DE VALORES?

Una de las actividades principales del Estado moderno es la intervención en la economía para asegurar que ella se desarrolle de manera congruente con el interés general y para corregir las imperfecciones de los mercados. En este contexto, la Corte Constitucional colombiana ha señalado que la función de regulación es "una actividad continua que comprende el seguimiento de la evolución del sector correspondiente y que implica la adopción de diversos tipos de decisiones y actos adecuados tanto a orientar la dinámica del sector hacia los fines que la justifican en cada caso como a permitir el flujo de actividad socio-económica respectivo"[6].

En lo que concierne a la actividad bursátil, así como a la financiera, existe un especial interés pues ellas involucran el manejo del ahorro del público. De ahí que estas actividades hayan sido calificadas como de interés público e incluso, en algunas oportunidades, como servicios públicos.

Por tratarse de una actividad de interés público, la actividad de intermediación en el mercado de valores amerita una mayor intervención por parte del Estado, que se traduce en regulación y vigilancia especiales. Sin vulnerar la libertad de empresa, dicha regulación exige a los intermediarios el cumplimiento de deberes especiales, entre los cuales se encuentran los de autorregularse y de establecer políticas y procedimientos internos tendientes al cumplimiento de las demás obligaciones que la ley les impone[7].

6 Corte Constitucional. Sentencia C-692 de 2007, M.P.: Jaime Araújo Rentería.

7 Superintendencia Financiera de Colombia. Circular Básica Jurídica, tít. IX, cap. primero, "Consideraciones generales".

1.3. DEFINICIÓN

La intermediación, como su nombre lo indica, consiste en la actividad de poner en relación a dos o más personas o entidades[8]. Así, los intermediarios cumplen la función de acercar a los vendedores y compradores de un producto o servicio, facilitando con ello su negociación.

De conformidad con lo establecido en el artículo 7.1.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010, la actividad de intermediación de valores consiste en la realización de operaciones que tengan como efecto o finalidad el acercamiento de demandantes y oferentes en los sistemas de negociación de valores o en el mercado mostrador, sea por cuenta propia o ajena, con miras a:

1. La adquisición o enajenación en el *mercado primario o secundario* de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE).
2. La adquisición o enajenación en el mercado secundario de valores listados en un sistema de cotización de valores extranjeros.
3. La realización de operaciones con derivados y productos estructurados que sean valores, de conformidad con lo establecido en los parágrafos 3.° y 4.° del artículo 2.° de la Ley 964 de 2005[9].
4. La adquisición o enajenación de valores extranjeros cuya oferta pública autorizada en el exterior haya sido reconocida en los términos del título 2 del libro 23 de la parte 2 del Decreto 2555 de 2010.

En congruencia con lo anterior, el artículo 7.1.1.1.2 del mismo Decreto 2555 señala con carácter taxativo cuáles son las operaciones de intermediación, en los siguientes términos:

1. Las operaciones ejecutadas en desarrollo del contrato de comisión para la adquisición o enajenación de valores inscritos en el RNVE o de valores extranjeros listados en un sistema local de cotizaciones de valores extranjeros, así como las operaciones de adquisición y enajenación de tales valores ejecutadas en desarrollo de contratos de administración de portafolios de terceros y de administración de valores.
2. Las operaciones de corretaje sobre valores inscritos en el RNVE o de valores extranjeros listados en un sistema local de cotizaciones de valores extranjeros.

8 RAE. *Diccionario de la Lengua Española*, 22.ª ed.

9 Decreto 2555 de 2010, art. 7.1.1.1.1.

3. Las operaciones de adquisición y enajenación de valores inscritos en el RNVE o listados en un sistema local de cotización de valores extranjeros, ejecutadas en desarrollo de contratos de fiducia mercantil o encargo fiduciario, que no den lugar a la vinculación del fideicomitente o del constituyente respectivo a una cartera colectiva administrada por una sociedad fiduciaria.
4. Las operaciones de adquisición y enajenación de valores inscritos en el RNVE o de valores extranjeros listados en un sistema local de cotizaciones de valores extranjero, ejecutadas por (i) las sociedades comisionistas de bolsa de valores en su calidad de administradoras de carteras colectivas y de fondos de inversión de capital extranjero, (ii) las sociedades fiduciarias en su calidad de administradoras de carteras colectivas, de fondos de pensiones voluntarias y de fondos de inversión de capital extranjero, (iii) las sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías en su calidad de administradoras de fondos de pensiones obligatorios, de fondos de pensiones voluntarias y de fondos de cesantía, (iv) las compañías de seguros en su calidad de administradoras de fondos de pensiones voluntarias, y (v) las sociedades administradoras de inversión en su calidad de administradoras de carteras colectivas.
5. Las operaciones de colocación de valores inscritos en el RNVE o valores extranjeros listados en sistemas de cotización de valores del extranjero mediante acuerdos o convenios de integración de bolsas de valores en las cuales el intermediario colocador garantice la totalidad o parte de la emisión o adquiera la totalidad o parte de los valores de la misma por cuenta propia para colocarlos posteriormente en el mercado, así como las operaciones de colocación de valores al mejor esfuerzo.
6. Las operaciones de adquisición y enajenación de valores efectuadas por cuenta propia y directamente por los afiliados a un sistema de negociación de valores o a un sistema de registro de operaciones sobre valores.

Como se puede observar, las operaciones listadas constituyen las distintas modalidades por virtud de las cuales los intermediarios pueden adquirir o enajenar, por cuenta propia o ajena, valores inscritos en el RNVE o listados en un sistema local de cotización de valores extranjeros, sea en un sistema de negociación de valores o en el mercado mostrador.

1.4. ¿QUIÉNES SON INTERMEDIARIOS DE VALORES?

Cuando pensamos en las entidades que se desempeñan como intermediarias de valores, las primeras que vienen en mente son las sociedades comisionistas

de bolsa. Sin embargo, estas no son las únicas entidades consideradas como tales. También tienen la calidad de intermediarios de valores, por mencionar algunos ejemplos, los establecimientos de crédito, las sociedades fiduciarias y las sociedades administradoras de inversión.

En estricto sentido, son intermediarios de valores aquellas entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera que cuentan con acceso directo a un *sistema de negociación de valores* o a un *sistema de registro de operaciones sobre valores* para la realización o registro de cualquier operación de intermediación de valores, así como las entidades de naturaleza pública que, de conformidad con su régimen normativo, puedan realizar sus operaciones sobre valores directamente valiéndose de sistemas de negociación de valores y no se encuentren sometidas a inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia.

A su vez, el parágrafo del artículo 7.1.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 dispone que solo podrán afiliarse a un sistema de negociación de valores las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera y las entidades de naturaleza pública que, de conformidad con el Decreto 538 de 2008 –derogado por el Decreto 1525 del mismo año– puedan acceder directamente a tales sistemas. Es decir, solo pueden afiliarse a dichos sistemas los intermediarios de valores. Así mismo, únicamente podrán afiliarse a un sistema de registro de operaciones sobre valores las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera.

En suma, todas las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera pueden ser intermediarios de valores para realizar las operaciones permitidas de conformidad con su régimen legal, pero solo tendrán esa calidad aquellas entidades que se afilien a un sistema de negociación de valores o a un sistema de registro de operaciones sobre valores. Lo mismo ocurre respecto de aquellas entidades públicas que de conformidad con el régimen legal vigente puedan tener acceso directo a un sistema de negociación de valores.

Todos los intermediarios de valores deben ser miembros de un organismo de autorregulación autorizado por la Superintendencia Financiera –como el AMV– y observar las obligaciones derivadas de su membresía.

2. OPERACIONES DE INTERMEDIACIÓN EN EL MERCADO DE VALORES

A continuación analizaremos cada una de las operaciones de intermediación definidas en el artículo 7.1.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010.

2.1. OPERACIONES DE ADQUISICIÓN Y ENAJENACIÓN DE VALORES, DE ADMINISTRACIÓN DE PORTAFOLIOS DE VALORES TERCEROS Y DE ADMINISTRACIÓN DE VALORES

De acuerdo con lo establecido en el numeral 1 del artículo 7.1.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010, son operaciones de intermediación de valores aquellas ejecutadas en desarrollo del contrato de comisión para la adquisición o enajenación de valores inscritos en el RNVE o de valores extranjeros listados en un sistema local de cotizaciones de valores extranjeros.

También son consideradas operaciones de intermediación las operaciones de adquisición y enajenación de dichos valores ejecutadas en virtud de un contrato de administración de portafolios de terceros, y las de administración de valores.

Es importante tener en cuenta que dichas actividades podrán ser ejecutadas únicamente por las sociedades comisionistas de bolsa, las sociedades comisionistas independientes de valores y las sociedades comisionistas de bolsa de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros *commodities*, de acuerdo con su régimen de autorización especial.

Ahora bien, tanto el contrato de comisión como el de administración de portafolios de terceros y el de administración de valores tienen unas características propias dadas por la ley. Veamos.

2.1.1. EL CONTRATO DE COMISIÓN

El Código de Comercio en su artículo 1287 define el contrato de comisión como una especie de mandato mediante el cual se encomienda a una persona dedicada profesionalmente a ello la ejecución de varios negocios, en nombre propio pero por cuenta ajena.

De esta norma se deducen varios de los elementos esenciales del contrato de comisión, a saber:

1. Se trata de una modalidad especial del mandato y como tal le son aplicables las normas que regulan el mandato comercial en cuanto no pugnen con su naturaleza[10] y, al tenor de lo dispuesto en el artículo 2.º C.Co., las disposiciones referidas al mandato civil.

---

10 Art. 1308 C.Co.

2. El objeto del contrato es la ejecución de unos negocios mercantiles. Tratándose del contrato de comisión en el mercado de valores, dichos negocios tendrán por objeto la adquisición o enajenación de valores inscritos en el RNVE o de valores extranjeros listados en un sistema local de cotizaciones de valores extranjeros.

3. El comisionista es siempre una persona dedicada profesionalmente a la ejecución de los negocios encomendados. En el caso particular del contrato de comisión en el mercado de valores, el comisionista, como se dijo atrás, solo podrá ser una sociedad comisionista de bolsa o independiente.

4. Los negocios encomendados son ejecutados por parte del comisionista en nombre propio pero por cuenta del comitente. Es decir, el comisionista no representa directamente a su comitente[11], de modo que el primero contrata en su propio nombre y luego traslada al comitente los efectos de los negocios celebrados por su cuenta.

El hecho de que los efectos de los negocios encomendados recaigan sobre el comisionista significa que el patrimonio de este garantiza el cumplimiento de las obligaciones contraídas, condición necesaria para preservar la confianza en un mercado público. El comisionista no puede oponer a los terceros con quienes contrata el incumplimiento de su comitente para excusarse del pago de las obligaciones a su cargo. Ello se desprende de la ausencia representación directa y, en el caso de la comisión bursátil, el artículo 21 del Decreto 1172 de 1980[12] así lo señala de manera expresa.

Además de estas características esenciales, existen otras que conviene destacar, derivadas de la reglamentación legal del mandato:

1. Por regla general es un contrato de carácter consensual. Aunque la regulación de la actividad de intermediación en el mercado de valores exige al intermediario documentar las órdenes recibidas de sus clientes[13] y contar con

11 Sobre la representación como elemento esencial del mandato existen posiciones divergentes entre los tratadistas nacionales. Se recomienda revisar las distintas tesis resumidas en José Alejandro Bonivento Fernández. *Los principales contratos civiles*, 8.ª ed., Ediciones Librería del Profesional, pp. 453 ss.

12 "Artículo 21 del Decreto 1172 de 1980. El comitente está obligado a poner a su comisionista en capacidad de cumplir todas las obligaciones inherentes a su encargo y éste no podrá oponer a la Bolsa o a sus miembros, en las diferencias que surjan al liquidar la operación, excepciones derivadas del incumplimiento del comitente".

13 Art. 7.3.1.1.2. del Decreto 2555 de 2010.

mecanismos que garanticen la grabación de la totalidad de las comunicaciones telefónicas que tengan lugar para la realización de operaciones de intermediación de valores[14], ello no implica que el contrato de comisión bursátil es solemne. El contrato mismo y las órdenes impartidas en virtud de él podrán no constar en documento alguno y no por ello perderán eficacia. Cosa distinta es que el comisionista esté en la obligación de documentar tales órdenes y grabarlas cuando las reciba telefónicamente, en cumplimiento de sus deberes legales.

En todo caso, independientemente del medio escogido por las partes para manifestar su voluntad, la aceptación del encargo conferido se presume si el comisionista no lo rechaza dentro de los tres días hábiles siguientes al de recepción de la propuesta[15].

2. Es un contrato conmutativo y esencialmente oneroso. Al tiempo que el comisionista contrae la obligación de ejecutar los negocios encomendados, el comitente se compromete a proveer los medios para que ello sea posible y a pagar la remuneración pactada.

En el caso de la comisión bursátil, la remuneración en favor del comisionista podrá pactarse libremente entre las partes. Sin perjuicio de ello, el comisionista deberá abstenerse de realizar prácticas discriminatorias que no consulten factores objetivos y deberá contar con políticas generales en materia de tarifas.

3. La obligación que el comisionista adquiere de cumplir con el encargo del comitente es de medios y no de resultado. Si bien el comisionista deberá emplear sus mejores esfuerzos para llevar a feliz término el negocio encomendado, la imposibilidad de lograrlo no implica necesariamente que aquel habrá incumplido con sus obligaciones.

Sin perjuicio de lo anterior, con ocasión del contrato de comisión el comisionista también adquiere obligaciones de resultado, por ejemplo, el deber de documentar las operaciones efectuadas y el de guardar reserva sobre ellas.

4. Las instrucciones del comitente, que en materia bursátil se denominan órdenes, definen las obligaciones del comisionista y a su vez los límites a los cuales este deberá ceñirse. Los actos efectuados más allá de dichos límites solo obligarán al comisionista, salvo que el comitente los ratifique.

No obstante, el comitente podrá separarse de las instrucciones, cuando circunstancias desconocidas que no puedan serle comunicadas al mandante permitan suponer razonablemente que este habría dado su autorización[16].

14 Art. 5.3.2.1.1. del Decreto 2555 de 2010.

15 Art. 1288 C.Co.

16 Art. 1266 C.Co.

Así mismo, el comisionista deberá abstenerse de ejecutar el encargo manifiestamente lesivo para el comitente[17].

5. El mandatario no podrá emplear en sus propios negocios los fondos que le suministre el comitente y, si lo hace, abonará a este el interés legal desde el día en que infrinja la prohibición y le indemnizará los daños que le cause, sin perjuicio de las sanciones penales correspondientes al abuso de confianza[18].

6. De conformidad con las normas del mandato, el comisionista no podrá hacer de contraparte del comitente, salvo expresa autorización de este[19]. No obstante, en el caso de la comisión bursátil se prevé expresamente que las sociedades comisionistas podrán celebrar operaciones cruzadas, en las cuales actúan a la vez en nombre de un comitente comprador y de un comitente vendedor[20]. Así mismo, en el caso de operaciones realizadas a través de la bolsa y demás sistemas de negociación, los reglamentos prevén expresamente que una misma sociedad comisionista podrá participar en ambos lados de la operación, es decir como compradora y como vendedora[21]. Esta situación se da cuando la sociedad comisionista ingresa al sistema una oferta y una demanda compatibles entre sí, y la transacción resultante se denomina "operación cruzada".

7. Es obligación del comitente proveer al comisionista con lo necesario para la ejecución de los negocios encomendados, es decir con los valores o recursos necesarios para cumplir con las operaciones encargadas. En el evento en que el comitente no cumpla con esta obligación podrá el comisionista rehusarse a celebrar dichas operaciones o, si ya lo hubiere hecho, a pagarse sus créditos con las sumas que tenga en su poder por cuenta del mandante[22]. La ley no faculta al comisionista para enajenar los valores del comitente para compensar las sumas a su favor, pero ello no obsta para que contractualmente se le autorice hacerlo.

8. El comisionista responderá por la autenticidad del último endoso[23].

9. Hasta hace poco, el contrato de comisión para la negociación de valores debía ejecutarse obligatoriamente en sistemas de negociación. Esta situación

17 Art. 2175 CC.

18 Art. 1271 C.Co. En este mismo sentido, el artículo 7.3.1.1.2 numeral 5 del Decreto 2555 de 2010 dispone que los intermediarios en ningún caso podrán utilizar los activos de sus clientes para el cumplimiento de sus operaciones por cuenta propia.

19 Art. 1273 C.Co.

20 Art. 15 del Decreto Ley 1172 de 1980.

21 Arts. 3.2.1.3.1.1 del Reglamento General de la BVC y 2.1.1.1 del Reglamento General del MEC.

22 Art. 1277 C.Co.

23 Art. 1311 C.Co.

cambió con la expedición del Decreto 1121 de 2008, que permitió a los intermediarios de valores actuar en el mercado mostrador por cuenta de terceros. Solo las sociedades comisionistas pueden obrar en este mercado en nombre propio pero por cuenta ajena, es decir en desarrollo del contrato de comisión. Si la sociedad comisionista actúa en el mercado mostrador como contraparte de un cliente inversionista, estará en la obligación de realizar las operaciones en condiciones de mercado y de informarlo de manera específica sobre los elementos y las características de las mismas[24].

2.1.2. EL CONTRATO DE ADMINISTRACIÓN DE PORTAFOLIOS DE VALORES DE TERCEROS

Dentro de las actividades autorizadas por el artículo 7.º de la Ley 45 de 1990 a las sociedades comisionistas de bolsa se encuentra la administración de portafolios de valores de terceros[25]. Esta es una actividad de intermediación regulada por los artículos 2.9.7.1.1 y siguientes del Decreto 2555 de 2010, la cual se desarrolla en virtud de la celebración de un contrato conocido en el lenguaje bursátil por su acrónimo, "APT", con base en el cual la sociedad comisionista, en calidad de administradora, recibe dinero o títulos de un tercero para conformar o administrar de acuerdo con su criterio un portafolio de valores, pero con respeto a los objetivos y lineamientos dados por el cliente[26].

Nótese que la esencia de este contrato es igual que la del contrato de comisión, puesto que el comisionista recibe el encargo de celebrar unas operaciones de enajenación y adquisición de valores. Es más, se puede aseverar que el contrato de administración de portafolios de terceros es una especie del contrato de comisión, que se caracteriza porque por virtud de él se le confiere al comisionista cierta discrecionalidad respecto de las decisiones de adquisición y enajenación de valores.

En todo caso, esa discrecionalidad es limitada, pues es obligación pactar unos parámetros mínimos que deberán guiar la labor del comisionista y, naturalmente, es obligación de este respetar tales parámetros.

24 Arts. 7.4.1.1.4 y 7.4.1.1.5 del Decreto 2555 de 2010.

25 Si bien la administración de portafolios de valores de terceros es una actividad permitida a las sociedades comisionistas de bolsa, estas deberán obtener la autorización previa de la Superintendencia Financiera para su desarrollo, de acuerdo con lo establecido en el artículo 2.9.7.1.1 del Decreto 2555 de 2010.

26 Decreto 2555 de 2010, art. 2.9.7.1.3.

En tanto se trata de una especie de comisión, las características antedichas de este contrato son aplicables a la administración de portafolios de terceros, incluyendo entre otras la calidad en que actúa el comisionista (en nombre propio pero por cuenta ajena).

Comoquiera que la discrecionalidad otorgada a la sociedad administradora del portafolio puede colocarla en situaciones de conflicto de intereses, el regulador ha establecido una serie de prohibiciones que aquella debe observar, comenzando por la de inhibirse de celebrar transacciones que involucren la cartera propia y el portafolio administrado[27].

El contenido mínimo del contrato de administración de portafolios de valores de terceros está dado en el artículo 2.9.7.1.9 del Decreto 2555 de 2010.

Si bien cada sociedad comisionista de bolsa podrá elaborar su propio contrato de administración de portafolios de valores de terceros, este deberá contener, cuando menos, lo siguiente[28]:

1. Nombre, dirección y teléfono del contratante.

2. Monto de dinero entregado y/o relación de los títulos que conforman el portafolio en el momento de la entrega, la cual deberá detallar para cada uno

---

27 Conforme al artículo 2.9.7.1.11 del Decreto 2555 de 2010, las sociedades comisionistas administradoras de portafolios de valores de terceros deberán abstenerse de: a) Ejecutar transacciones entre la cartera propia de la sociedad comisionista y los portafolios de terceros bajo su administración. b) Ejecutar transacciones entre las carteras colectivas y los portafolios de terceros bajo su administración. c) Adquirir para los portafolios de terceros la totalidad o parte de los valores que se haya obligado a colocar por un contrato de colocación en firme o garantizada, a menos que cuente con la autorización previa y escrita del cliente. d) Actuar como contraparte del portafolio administrado. e) Adquirir para el portafolio acciones, bonos o bonos obligatoriamente convertibles en acciones de la sociedad comisionista. f) Adquirir para el portafolio acciones o bonos obligatoriamente convertibles en acciones de la matriz, filiales o subsidiarias de la sociedad comisionista. g) Representar en las asambleas generales de accionistas las acciones que se negocien en mercados públicos de valores y recibir poderes para este efecto, de conformidad con lo establecido en las normas vigentes. h) Comprar para el portafolio administrado valores que pertenezcan a los socios, accionistas, representantes legales o empleados de la firma comisionista o a sus cónyuges, compañeros permanentes, parientes dentro del segundo grado de consanguinidad, segundo de afinidad y único civil o a sociedades en que éstos sean beneficiarios reales del veinticinco por ciento (25%) o más del capital social. i) Vender valores del portafolio administrado a los socios, accionistas, representantes legales o empleados de la firma comisionista o a sus cónyuges, compañeros permanentes, parientes dentro del segundo grado de consanguinidad, segundo de afinidad y único civil o a sociedades en que éstos sean beneficiarios reales del veinticinco por ciento (25%) o más del capital social.

28 Art. 2.9.7.1.9 del Decreto 2555 de 2010.

la especie, emisor, fecha de emisión, fecha de vencimiento, valor nominal, tasa facial y forma de pago de los intereses y valor de compra.

3. Las instrucciones claras y precisas del cliente sobre los objetivos que la sociedad comisionista deberá perseguir en desarrollo de la administración del portafolio.

4. Los lineamientos sobre el manejo del portafolio, considerando la composición y características del mismo con base en los niveles de riesgo y rentabilidad que se desea alcanzar, incluyendo, como mínimo, tipo de títulos, emisores, plazos (duración) y disponibilidades de liquidez.

5. La indicación de las operaciones que se autoriza realizar a la sociedad comisionista, y si existen o no límites o restricciones para la ejecución de las mismas (tales como valores máximos por operación, plazos, tipo de títulos y duración).

6. La periodicidad y forma de los retiros por parte del cliente.

7. El valor y forma de pago de la comisión por administración que recibirá la sociedad comisionista en desarrollo de su gestión, con indicación de si la comisión de bolsa hace parte de la misma.

8. El procedimiento para la liquidación y entrega de títulos o dinero cuando, por cualquier motivo, el contrato se dé por terminado.

Adicionalmente, las sociedades comisionistas de bolsa que actúen como administradoras de portafolios de valores de terceros deberán observar las reglas previstas en el artículo 2.9.7.1.7 del Decreto 2555 de 2010.

Por último, es importante anotar que los valores y recursos administrados en virtud del contrato de administración de portafolios de terceros no conforman un patrimonio autónomo respecto de los bienes del cliente. Aunque se valoren y administren como una unidad independiente, tales valores y recursos hacen parte del patrimonio del cliente, y las operaciones que se realicen por virtud del contrato se entenderán celebradas y ejecutadas por cuenta de aquel. En todo caso, deberán mantenerse separados de los bienes del comisionista y en ningún caso harán parte de la prenda general de los acreedores de este.

2.1.3. EL CONTRATO DE ADMINISTRACIÓN DE VALORES

El contrato de administración de valores es una especie de mandato en virtud del cual una sociedad comisionista de bolsa, en calidad de mandataria, podrá ofrecer y prestar a sus clientes, quienes actúan como mandantes, servicios de

administración de valores inscritos en el RNVE[29], siempre y cuando cuente con la previa autorización de la Superintendencia Financiera para ello y se sujete a las condiciones establecidas en los artículos 2.9.6.1.1 a 2.9.6.1.7 del Decreto 2555 de 2010.

Según el artículo 2.9.6.1.2 ibídem, para el desarrollo de la actividad de administración de valores, la sociedad comisionista de bolsa estará facultada únicamente para ejercer en nombre y por cuenta de su cliente, bajo la autorización expresa del mismo, las siguientes actividades:

1. Realizar el cobro de los rendimientos;
2. Realizar el cobro del capital;
3. Reinvertir las sumas que por capital o rendimientos llegue a cobrar de acuerdo con las que para cada caso particular imparta el cliente, las cuales deben tener el correspondiente soporte escrito;
4. Llevar a cabo la suscripción preferencial de los títulos que le correspondan, y
5. Valorar a precios de mercado los títulos recibidos en administración.

Del mismo modo, la sociedad comisionista tendrá que observar las reglas previstas en el artículo 2.9.6.1.3, descritas a continuación:

1. Emplear el mayor grado de diligencia y cuidado que la ley establece en los actos de administración que realice, debiendo responder hasta por la culpa leve en los términos del artículo 2155 del Código Civil;
2. Mantener los mecanismos que le permitan controlar el cobro oportuno de los rendimientos y del capital;
3. Efectuar las reinversiones procedentes, con sujeción a las instrucciones que imparta el cliente para ello, y
4. En el evento de que no proceda la reinversión, poner a disposición del cliente de forma inmediata las sumas correspondientes.

Es obligación de la sociedad comisionista crear una cuenta especial en su contabilidad, a nombre de cada uno de los clientes, para efectuar los movimientos

29 De acuerdo con el artículo 2.9.6.1.7 del Decreto 2555 de 2010, las sociedades comisionistas podrán administrar valores no inscritos en bolsa, siempre y cuando estos se encuentren inscritos en el RNVE.

de dinero que la administración origine. Allí se deberán registrar todas las operaciones realizadas en virtud del contrato celebrado[30].

En la mayoría de casos, la celebración de este tipo de contrato implica para la sociedad comisionista la administración de títulos que se encuentran *desmaterializados* en el depósito central de valores. Por ende, los documentos que acrediten la custodia de tales valores serán los que se establezcan en el reglamento de dicho depósito.

2.2. OPERACIONES DE CORRETAJE

De acuerdo con lo establecido en el artículo 7.1.1.1.2, numeral 2 del Decreto 2555 de 2010, las operaciones de corretaje sobre valores inscritos en el RNVE o de valores extranjeros listados en un sistema local de cotizaciones de valores extranjeros se consideran actividades de intermediación en el mercado de valores.

El contrato de corretaje es un contrato de naturaleza mercantil, regulado por el Código de Comercio colombiano, por virtud del cual una persona, por su especial conocimiento de los mercados, se ocupa como agente intermediario de poner en relación a dos o más personas, con el fin de que celebren un negocio comercial, sin estar vinculado a las partes por relaciones de colaboración, dependencia, mandato o representación[31].

Las labores de corretaje se consideran una actividad de intermediación únicamente si el negocio comercial promovido por el corredor tiene por objeto valores inscritos en el RNVE o valores extranjeros listados en un sistema de cotización de valores extranjeros.

El corredor tendrá derecho a la remuneración que se estipule, y en su defecto a la usual o a la que determinen los peritos, la cual será pagada por las partes en mitades o bien en las proporciones que estas acuerden. A menos que se determine lo contrario, el corredor recibirá el pago de las expensas generadas por el desarrollo de su gestión, así el negocio no se haya celebrado[32].

A partir de la expedición del Decreto 1121 de 2008, la actividad de corretaje de valores solo puede ser desarrollada por entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera, concretamente las sociedades comisionistas de bolsa de valores, sociedades comisionistas independientes de valores y

30 Art. 2.9.6.1.4 del Decreto 2555 de 2010.
31 Art. 1340 C.Co.
32 Art. 1341 y 1342 C.Co.

las sociedades comisionistas de bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros *commodities*, cuando estas últimas realicen dichas operaciones sobre valores[33].

En la práctica, el corretaje de valores es poco utilizado, pues los intermediarios suelen actuar por cuenta propia o bajo el contrato de comisión.

2.3. OPERACIONES DE ADQUISICIÓN Y ENAJENACIÓN DE VALORES DESARROLLADAS EN EJECUCIÓN DE CONTRATOS DE FIDUCIA MERCANTIL O ENCARGO FIDUCIARIO O EJECUTADAS POR AGENTES AUTORIZADOS PARA LA ADMINISTRACIÓN DE VEHÍCULOS DE INVERSIÓN COLECTIVA

Son actividades de intermediación en el mercado de valores las operaciones de adquisición y enajenación de valores inscritos en el RNVE o listados en un sistema local de cotización de valores extranjeros, celebradas en desarrollo de contratos de fiducia mercantil o encargo fiduciario, que no den lugar a la vinculación del fideicomitente o del constituyente, respectivamente, a una cartera colectiva administrada por una sociedad fiduciaria[34].

Tales operaciones podrán ser llevadas a cabo, únicamente, por las sociedades fiduciarias y deberán efectuarse de conformidad con el contrato fiduciario respectivo. Cuando se trata del manejo de excedentes de liquidez de entidades públicas es necesario tener en cuenta las limitaciones previstas en el Decreto 1525 de 2008. Así mismo, las sociedades fiduciarias deberán observar lo dispuesto en el capítulo sexto del título cuarto de la Circular Básica Jurídica al efectuar inversiones por cuenta de los patrimonios autónomos o encargos fiduciarios que constituyan las entidades territoriales, sus descentralizadas y Ecopetrol para garantizar el cumplimiento de obligaciones pensionales.

Serán así mismo actividades de intermediación la enajenación y adquisición de dichos valores, cuando sean ejecutadas por las siguientes entidades[35]:

1. Las sociedades comisionistas de bolsa en su calidad de administradoras de fondos de inversión colectiva y de fondos de inversión de capital extranjero.

33 Num. 2 del art. 7.1.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010.

34 Num. 3 del art. 7.1.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010.

35 Num. 4 del art. 7.1.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010.

2. Las sociedades fiduciarias en su calidad de administradoras de fondos de inversión colectiva, de fondos de pensiones voluntarias y de fondos de inversión de capital extranjero.

3. Las sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías, cuando actúen en calidad de fondos de pensiones obligatorias, de fondos de pensiones voluntarias y de fondos de cesantías.

4. Las compañías de seguros en calidad de administradoras de fondos de pensiones voluntarias.

5. Las sociedades administradoras de inversión en calidad de administradoras de fondos de inversión colectiva.

Tratándose de fondos de inversión colectiva, la enajenación y adquisición de valores por cuenta del fondo es una típica actividad de gestión del fondo, en tanto se trata de ejecutar la política de inversión del mismo[36]. Dicha actividad de enajenación y adquisición de valores puede ser realizada directamente por el gestor del fondo o por intermediarios designados para el efecto.

Los valores que pueden adquirir los fondos de inversión colectiva, así como el tipo de operaciones que pueden realizar, están definidos en los respectivos reglamentos, que a su vez deben ser coherentes con lo dispuesto en la parte 3 del Decreto 2555 de 2010, particularmente en sus capítulos 4 y 5 que regulan lo atinente a las políticas de inversión de los fondos y las operaciones de naturaleza apalancada.

En lo que corresponde a los fondos de pensiones obligatorias, los artículos 2.6.12.1.1 y siguientes del Decreto 2555 de 2010 establecen el régimen de inversión de los distintos tipos de fondos. En cuanto hace a los fondos de pensiones voluntarias, dicho régimen se encuentra en los artículos 170 y 171 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero. Finalmente, el Decreto 669 de 2007 establece los límites y condiciones a los que deben sujetarse las inversiones de los fondos de cesantías.

Es importante señalar que en el año 2001 se dispuso que las actividades de adquisición y enajenación de valores por cuenta de vehículos de inversión colectiva debían realizarse a través sistemas transaccionales. Por virtud del Decreto 1121 de 2008 se derogó esta obligación y en la actualidad se permite que tales actividades también se desarrollen en el mercado mostrador cuando versan sobre títulos de renta fija.

36 Num. 2 del art. 3.1.3.2.4 del Decreto 2555 de 2010.

2.4. OPERACIONES DE COLOCACIÓN DE VALORES

De conformidad con lo establecido en el numeral 5 del artículo 7.1.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010, constituyen una actividad de intermediación en el mercado de valores las operaciones de colocación de valores inscritos en el RNVE o valores extranjeros listados en sistemas de cotización de valores del extranjero mediante acuerdos o convenios de integración de bolsas de valores, en las cuales el colocador garantice la totalidad o parte de una emisión, o adquiera la totalidad o parte de los valores de la misma por cuenta propia, para colocarlos posteriormente en el mercado. Tendrán la misma calidad las operaciones de colocación de valores al mejor esfuerzo.

Dichas operaciones únicamente podrán ser realizadas por las sociedades comisionistas de bolsas de valores, las sociedades independientes de valores y las corporaciones financieras, de acuerdo con su régimen normativo[37].

Del mismo modo, los establecimientos bancarios, las corporaciones financieras y las sociedades comisionistas de bolsa de valores podrán, obrando como creadores de mercado y ateniéndose a su régimen legal, colocar títulos de deuda pública emitidos por la Nación, garantizando o no la colocación total o de una parte de la emisión, o tomando una parte o la totalidad de la misma para colocarla por su cuenta y riesgo[38].

Salvo por lo dispuesto en las normas ya citadas, el contrato de colocación de valores solo está desarrollado en el Decreto 2555 de 2010 respecto de las sociedades comisionistas de bolsa, como una operación por cuenta propia en el mercado primario. En el artículo 2.9.4.1.1 ibídem se prevén dos modalidades de colocación, a saber:

1. Colocación bajo la modalidad en firme: es aquella en la cual la sociedad comisionista de bolsa suscribe la totalidad o parte de una emisión de valores, obligándose a ofrecer al público inversionista los títulos adquiridos en las condiciones de precio pactadas en el contrato.

En este escenario la sociedad comisionista de bolsa adquiere la propiedad de los títulos emitidos, y se obliga a ofrecerlos y distribuirlos al público.

2. Colocación bajo la modalidad garantizada: cuando la colocación es garantizada, la sociedad comisionista de bolsa se compromete a colocar la totalidad

37 Ibíd. Num. 5 del art. 7.1.1.1.2.

38 Ibíd.

o parte de una emisión de valores en un plazo determinado, al cabo del cual se obliga a suscribir el remanente de los valores no colocados.

La propiedad de los valores es adquirida por la sociedad comisionista únicamente en el evento de que durante el periodo estipulado para su colocación estos no sean efectivamente distribuidos entre el público inversionista.

Si bien estas dos modalidades solo están reguladas respecto de las sociedades comisionistas, nada obsta para que las corporaciones financieras pacten la colocación de valores en firme o garantizándola total o parcialmente.

Ahora bien, aunque no existe regulación detallada al respecto, en adición a las modalidades antedichas la colocación también puede hacerse al mejor esfuerzo. De hecho, esta es la manera más común de colocar valores en Colombia. En este caso, el colocador no se obliga a adquirir la totalidad o parte de los valores emitidos. Por el contrario, su obligación consiste en utilizar su mejor esfuerzo, como profesional del mercado, para lograr la efectiva colocación de los títulos.

Es por ello que la obligación principal adquirida por el colocador se considera una obligación de medios y no de resultado, por cuanto sus labores consisten en emplear sus conocimientos y herramientas para llevar a cabo la colocación de los títulos, mas no en adquirir los mismos para su posterior oferta y distribución.

Además de lo ya mencionado, cabe resaltar las siguientes características del contrato de colocación de valores:

1. Las partes del contrato son el emisor y el intermediario colocador.
2. El objeto del contrato es la colocación de valores. Aunque usualmente dicha colocación se hace mediante una oferta pública, nada obsta para que en los casos en que ello sea procedente se realice a través de una oferta privada.
3. Es un contrato oneroso y la labor del colocador se remunera usualmente mediante una comisión a cargo del emisor.
4. Además de pagar la comisión, es obligación del emisor proveer al colocador la información necesaria para el cumplimiento de su labor. Suele también el emisor responsabilizarse por la consecución de las autorizaciones necesarias para poder ofertar los valores.
5. El colocador debe cumplir con los deberes que le son propios como intermediario, tanto en relación con el emisor como respecto de los adquirentes de los valores emitidos. Son especialmente relevantes los de información, manejo

de conflictos de interés, reserva, documentación y, tratándose de clientes inversionistas, el de asesoría.

6. El colocador puede hacerse responsable ante el emisor por el cumplimiento de las obligaciones de pago contraídas por los terceros adquirentes de los valores, pero ello no es de la esencia del contrato.

7. En principio el colocador no responde ante los terceros adquirentes de los valores por el incumplimiento de las obligaciones a cargo del emisor.

2.5. LAS OPERACIONES DE ADQUISICIÓN Y ENAJENACIÓN DE VALORES INSCRITOS EN EL RNVE O LISTADOS EN UN SISTEMA LOCAL DE COTIZACIÓN DE VALORES EXTRANJEROS, EFECTUADAS POR CUENTA PROPIA Y DIRECTAMENTE POR LOS AFILIADOS A UN SISTEMA DE NEGOCIACIÓN DE VALORES O A UN SISTEMA DE REGISTRO DE OPERACIONES SOBRE VALORES

Además de actuar por cuenta de terceros, los intermediarios de valores tienen la facultad, según su régimen legal, de actuar por cuenta propia. Esas operaciones por cuenta propia pueden efectuarse en un sistema de negociación de valores, incluyendo las bolsas de valores, o en un sistema de registro de operaciones sobre valores. En el primer caso serán realizadas por entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera o por entidades públicas y las entidades de naturaleza pública que puedan acceder directamente a dichos sistemas de conformidad con el Decreto 1525 de 2008. En el segundo, únicamente por entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera[39].

Las normas que regulan las operaciones por cuenta propia de los distintos intermediarios de valores no son homogéneas. Cada intermediario tiene un régimen propio, que se diferencia de los demás en el tipo de operaciones que se pueden realizar y los valores que son objeto de las mismas.

39 Solo podrán ser afiliados a un sistema de negociación de valores las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera y las entidades de naturaleza pública que puedan acceder directamente a dichos sistemas de conformidad con el Decreto 1525 de 2008. Adicionalmente, solo podrán ser afiliados a un sistema de registro de operaciones sobre valores las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera (art. 7.1.1.1.2, pará. del Decreto 2555 de 2010).

2.6. LA ASESORÍA

Hasta el año 2009, cualquier persona podía prestar asesoría en el mercado de valores sin necesidad de autorización estatal alguna. De hecho, esta actividad ni siquiera estaba dentro del listado de actividades del mercado de valores previsto en el artículo 3.° de la Ley 964 de 2005.

Con la expedición del Decreto 4939 de 2009, que sustituyó algunos artículos del Decreto 2555 de 2010, esta situación cambió drásticamente y, a partir de entonces, la asesoría de cualquier naturaleza para la enajenación o adquisición de valores inscritos en el RNVE o de valores extranjeros listados en un sistema local de cotización de valores extranjeros se constituyó en una actividad de intermediación de valores[40].

Más aún, por virtud del mismo Decreto 4939 se estableció que tal asesoría solo podría prestarse por entidades sometidas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera, de conformidad con el respectivo régimen legal. No obstante, en el mismo decreto se dispuso que las normas antedichas no se aplicarían a las actividades de asesoría y ofrecimiento que, sin tipificarse como operaciones de intermediación, realizaran de manera exclusiva las entidades sometidas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera en desarrollo de su respectivo objeto legal[41].

Para poder entender estas normas, aparentemente contradictorias, es necesario entender el contexto histórico y el propósito que inspiró el referido decreto. Poco tiempo antes de su expedición, Colombia había sido sorprendida por un auge sin precedentes de esquemas de captación masiva e ilegal y su posterior implosión, que despojó a miles de personas de sus ahorros.

40 Art. 7.1.1.1.3 del Decreto 2555 de 2010.

41 El Decreto 4939 también dejó a salvo los servicios prestados por aquellos asesores conocidos usualmente como banqueros de inversión. En efecto, para los efectos de dicho decreto no se considera actividad de intermediación la asesoría profesional prestada "para la realización de estudios de factibilidad, procesos de adquisición, fusión, escisión, liquidación o reestructuración empresarial, cesión de activos, pasivos y contratos, diseño de valores, diseño de sistemas de costos, definición de estructuras adecuadas de capital, estudios de estructuración de deuda, comercialización de cartera, repatriación de capitales, estructuración de procesos de privatización, estructuración de fuentes de financiación, estructuración de procesos de emisión y colocación, y de operaciones especiales, tales como las ofertas públicas de adquisición y martillos" (art. 7.1.1.1.3 pará. del Decreto 2555 de 2010). Tampoco se considera actividad de intermediación la labor prestada por los gestores profesionales de los fondos de capital privado.

El ejercicio ilegal de las actividades financieras se extendió al mercado de valores, al amparo de actividades no reguladas como la asesoría. Por ello el Gobierno Nacional optó por restringir este tipo de actividades, limitando su ejercicio a las entidades vigiladas, pero sin modificar en nada las normas que las regían.

Así las cosas, la asesoría en cuestión difiere de aquella que está consagrada como un deber de los intermediarios frente a los clientes inversionistas y constituye más bien una actividad autónoma, en cuanto no está ligada a las operaciones de intermediación listadas en el artículo 7.1.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010.

Superados en buena medida los hechos que dieron lugar a la expedición del Decreto 4939 de 2009 ya citado, es muy probable que en el futuro cercano se expida una regulación integral de la actividad de asesoría, permitiendo la creación de entidades vigiladas dedicadas primordialmente a la prestación de este servicio, tal como recomienda IOSCO y ocurre en varios países con mercados de valores más desarrollados o similares al nuestro[42].

2.7. EL OFRECIMIENTO DE SERVICIOS EN EL MERCADO DE VALORES

Finalmente, se considera actividad de intermediación en el mercado de valores, el ofrecimiento de servicios de cualquier tipo para la celebración de alguna de las operaciones de intermediación contempladas en el artículo 7.1.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010, al igual que el ofrecimiento de servicios enfocados a negociar, tramitar, gestionar, administrar u ordenar la realización de cualquier operación sobre valores, instrumentos financieros derivados, productos estructurados, carteras colectivas, fondos de capital privado u otros activos financieros que puedan generar la expectativa de un beneficio económico[43]. Al igual que ocurre con la asesoría para comprar y vender valores, la actividad de ofrecer los servicios reseñados solo puede ser desarrollada por entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera.

Tal como se puede observar, esta norma comprende el ofrecimiento de toda suerte de servicios y productos financieros, de suerte tal que estos solo

42 El AMV ha acuñado esta propuesta, tal como se expone en el juicioso Documento de Investigación DI-09 de enero de 2011 sobre la asesoría independiente.

43 Art. 7.1.1.1.2 pará. 1.° del Decreto 2555 de 2010.

pueden ser prestados y ofrecidos por entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera.

CONCLUSIONES

Como concusión debemos señalar que la intermediación de valores en Colombia comprende un listado variado de actividades, aunque todas tienen un común denominador: la ejecución de operaciones que tengan por propósito o efecto acercar oferentes y demandantes de valores. El regulador se ha esforzado con celo extremo por que estas actividades solo sean desarrolladas por entidades que estén sometidas a vigilancia permanente por parte de la Superintendencia Financiera, con el fin de precaver la malversación de los ahorros del público. Ello ha servido para fomentar la confianza de este en el mercado de valores y la eficiencia del mismo.

REFERENCIAS

DOCTRINA

ARDILA RAMÍREZ, ARTURO y DIANA CAROLINA BOGOTÁ PRIETO. "La flexibilización de la administración de portafolios de terceros: de los APT a las cuentas discrecionales", *Análisis*, n.° 3, Autorregulador del Mercado de Valores, diciembre de 2011.

DAVIDOFF, STEVEN M. "Regulating listings in a global market", *North Carolina Law Review*, vol. 86, 2007, Wayne State University Law School Research Paper n.° 07.02.

PALMITER, ALAN R. *Securities regulation*, 5.ª ed., Wolters Kluwer, Law & Business, Examples & Explanations.

INTERNET

"ABC del Inversionista", documento elaborado por AMV, tomado de: http://www.valoresbancolombia.com/cs/Satellite?blobcol=urldata&blobheadername1=content-type&blobheadername2=Content-Disposition&blobheadername3=MDT-Type&blobheadervalue1=application%2Fpdf&blobheadervalue2=inline%3B+filename%3Dmyfile&blobheadervalue3=abinary%253B%2Bcharset%253DUTF-8&blobkey=id&blobtable=MungoBlobs&blobwhere=1266523124175&ssbinary=true

Documento de investigación DI-06, publicado por el AMV en: http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20110721212059.pdf

Guía Colombiana del Mercado de Valores, documento preparado por el doctor Carlos Fradique Méndez, producto del Componente III del Convenio Colombia Capital "Desarrollo de instrumentos informativos sobre el mercado de capitales", tomado de: http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Empresas/Documentos+y+Presentaciones?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=5d9c2b27_11de9ed172b_1cf87f000001&rp.revisionNumber=1&rp.attachmentPropertyName=Attachment&com.tibco.ps.pagesvc.targetPage=1f9a1c33_132040fa022_-78750a0a600b&com.tibco.ps.pagesvc.mode=resource&rp.redirectPage=1f9a1c33_132040fa022_-787e0a0a600b

http://www.mercadomila.com/QuienesSomos

Guía del Mercado Global Colombiano, publicada en: http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercado+Global/Guia_MGC?action=dummy

"Historia de la BVC", reseña histórica, 2 de septiembre de 2009, disponible en: http://bolsadevaloresdecolombia.blogspot.com/2009/09/historia-de-la-bvc.html

Investor Relations Colombia. "El mercado de valores en Colombia". Guía de apoyo sobre temas de mercado de valores en Colombia, disponible en: http://www.irc.gov.co/portal/page/portal/irc/es/mercadovalorescolombiano/Mercado%20en%20Colombia%20Ene11_0.pdf

Profesionalización e Idoneidad del Mercado de Valores. Documento publicado por AMV en: http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/ARTE%20_MV.pdf

http://www.portafolio.co/economia/el-mercado-valores-se-duplico-tres-anos

http://www.elespectador.com/opinion/columna-387985-interbolsa-y-los-pecados-de-regulacion.

http://www.eluniversal.com.co/cartagena/politica/simon-gaviria-pide-preparar-reforma-al-mercado-de-capitales-100861

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=964704

https://nyse.nyx.com/

http://www.nasdaqomx.com/

https://europeanequities.nyx.com/

http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc

www.amvcolombia.org.co

www.superfinanciera.gov.co

NORMAS

Circular Básica Jurídica de la Superintendencia Financiera de Colombia.

Código de Comercio de Colombia.

Decreto 2555 de 2010.

Ley 964 de 2005.

Reglamento del Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia.

MARÍA DEL PILAR JÁCOME OROZCO*

Sistemas de negociación y cumplimiento

"La palabra 'estándares' normalmente no involucra una sensación de placer, pero en muchas áreas que son críticas para el funcionamiento de nuestra vida diaria tienen un impacto fundamental. Piense en la medición, en conseguir un adaptador eléctrico cada vez que se viaja, el inglés, los containers de los barcos, en una variedad incalculable de situaciones, los estándares definen nuestro mundo para facilitar la comunicación".

DOMINIC HOBSON, editor de *Global Custodian*

GLOSARIO DE TÉRMINOS

Administración de valor: la definición está establecida en el artículo 18 de la Ley 27 de 1990.

Anotación en cuenta: la definición se encuentra establecida en el artículo 12 de la Ley 964 de 2005.

BIS (Bank for International Settlements): el Banco de Pagos Internacionales (www.bis.org) es una organización internacional que contribuye y fomenta la cooperación financiera y monetaria internacional y sirve como banco de los bancos centrales de los países.

Certificación-certificado: la definición está establecida en los artículos 13 de la Ley 964 de 2005 y 2.14.4.1.1 y 2.14.4.1.2 del Decreto 2555 de 2010.

Compensación: la definición está establecida por el inciso 1.º del parágrafo del artículo 9.º de la Ley 964 de 2005.

Confirmación de órdenes: la definición está establecida en el artículo 2.12.1.1.5 del Decreto 2555 de 2010.

Contrato de depósito de valores: la definición está establecida en los artículos 16 de la Ley 27 de 1990 y 2.14.3.1.1 del Decreto 2555 de 2010.

Contrato de emisiones de valores o contrato de depósito de emisiones: la definición está establecida en el artículo 22 de la Ley 27 de 1990.

Contrato de mandato: contrato mediante el cual un tercero entrega a un profesional, denominado depositante directo, su portafolio y este se obliga a

[*] Abogada de la Universidad Javeriana de Colombia, especialista en Derecho de la Empresa de la Universidad de los Andes, especialista en Derecho Financiero y Bursátil de la Universidad Externado de Colombia, docente de las universidades Externado de Colombia, de los Andes y Javeriana. Vicepresidente jurídica de la Secretaría de Deceval.

ejecutar en nombre del tercero, bajo el nombre de depositante indirecto, las operaciones que este autorice en un mercado.

CUD: sistema del Banco de la República mediante el cual las entidades autorizadas realizan transferencias de fondos entre cuentas de depósito en línea y en tiempo real, por medio de transacciones individuales o en lote a través de intercambio de archivos. Definido por el artículo 4.° de la Circular Reglamentaria Externa DSEP-158 del Banco de la República.

Cuenta de depósito: cuenta individual asignada por la sociedad a cada uno de los depositantes directos, para el registro y contabilización de los valores depositados, bien sea en posición propia o de terceros. También representan las cuentas de fondos en el sistema CUD administrado por el Banco de la República. Esta última se encuentra definida en el literal k) del artículo 3.° de la Circular Reglamentaria Externa DSEP-158 del Banco de la República.

Cuenta ómnibus: cuenta asignada a algunos depositantes directos, para el registro y contabilización de los valores depositados para ser administrados en forma colectiva; su anotación en cuenta no se lleva al nivel del beneficiario final de los mismos.

Depositantes directos: son las entidades que, de acuerdo con el reglamento de operaciones de un sociedad que presta los servicios de un depósito centralizado de valores y que han suscrito un contrato de depósito de valores o de emisión, operan en nombre y por cuenta propia y/o en nombre y por cuenta de terceros en un mercado.

Depositantes indirectos: son todas las personas jurídicas y naturales que no pueden acceder directamente a los servicios del depósito, pero que en virtud de un contrato de mandato encomiendan a un depositante directo, en términos de las normas vigentes y dentro de su competencia, la administración de recursos, valores y fondos, ante la sociedad.

Depositantes: personas naturales o jurídicas en nombre de las cuales se reciben o registran, de manera directa o indirecta, valores en el depósito administrado por la sociedad.

Depósito centralizado de valores: está definido en el artículo 13 de la Ley 27 de 1990.

Desmaterialización: de acuerdo con al Concepto 9409189-2 de 2 de agosto de 1994, de la Superintendencia de Valores, con el "término desmaterialización o inmaterialización, se conoce el fenómeno mediante el cual se suprime el documento físico y se reemplaza por un registro contable a los que, en la mayoría de los casos por consistir en archivos de computador, se les ha dado el calificativo de documentos informáticos, por lo que la desmaterialización

se convierte en un fenómeno técnico y jurídico del cual dimana toda suerte de análisis que permiten en últimas replantear la teoría de los títulos valores u otros documentos a ellos asimilables".

Emisor de valores: la definición está establecida en el artículo 1.1.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010.

Entrega contra pago: es un sistema de liquidación de valores que provee un mecanismo para asegurar que la entrega de valores ocurrirá si, y solo si, el pago de los fondos se cumple. Uno de los modelos de intercambio recomendados por el BIS, ISSA y el Grupo 30 es el de liquidación bruta en tiempo real o RTGS, proceso en el cual los valores y los fondos se transfieren de manera simultánea.

Fondos del mismo día: estándar que establece que los pagos recibidos y asociados con las transacciones de compensación y liquidación de valores tendrán disponibilidad inmediata y no podrán ser revocados una vez transferidos de comprador a vendedor por intermedio de la entidad administradora del sistema de compensación y liquidación.

Fungibilidad de los valores en depósito: se remite a la enunciación de los principios de la anotación en cuenta que se encuentra en el artículo 12 de la Ley 964 de 2005 y a la definición del principio de fungibilidad dada por el numeral 5 del artículo 2.14.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010.

Inmovilización: es el acto mediante el cual un valor respaldado en un documento en forma física se deposita para ser transferido electrónicamente (REED, Chris. *Electronic Finance Law*, London, 1991, p. 79). En Concepto 9409189-2 de 2 de agosto de 1994, de la Superintendencia de Valores, se dijo que con la inmovilización "se tiende a disminuir o evitar la manipulación de títulos que existen físicamente pero la incorporación permanece como concepto esencial. Bajo este esquema nos encontramos, de acuerdo a lo ya expuesto, ante la desmaterialización de la circulación en la cual siguen existiendo los documentos, los cuales resultan inmovilizados en un depósito colectivo y su papel en el tráfico lo juegan simples referencias o registros en cuenta a su existencia en un depósito".

IOSCO: Organización Internacional de Reguladores de Valores. Es el organismo multilateral más importante a nivel mundial de reguladores de mercados de valores. Busca que la cooperación entre sus miembros permita alcanzar el más amplio consenso internacional en cuanto a la regulación de los mercados de valores. (Ver: www.iosco.org).

ISIN: codificación estandarizada que permite la identificación única de los títulos valores que circulan en el mercado a nivel nacional e internacional.

Está contenida en la norma ISO 6166, homologada en Colombia por la norma Icontec 4064.

Liquidación: se define en el inciso 2.° del parágrafo del artículo 9.° de la Ley 964 de 2005.

Macrotítulo o título global: es definido por el artículo 2.14.3.1.6 del Decreto 2555 de 2010.

Operaciones liquidadas: se remite a la definición del inciso 2-° del parágrafo del artículo 9.° de la Ley 964 de 2005.

Operaciones OTC u operaciones en mercado mostrador: la definición está establecida en los artículos 7.4.1.1.1. y 7.4.1.1.6. del Decreto 2555 de 2010.

Proveedores de infraestructura: definidos en el artículo 11.2.1.6.4 del Decreto 2555 de 2010.

Proxy voting: proceso definido en el inciso 3.° del artículo 2.15.6.1.9 del Decreto 2555 de 2011.

Riesgo de crédito: riesgo generado cuando una contraparte, ya sea un participante u otra entidad, no pueda satisfacer plenamente sus obligaciones financieras cuando debe, o no pueda satisfacerlas en ningún momento en el futuro[1].

Riesgo de custodia: es el riego de que una pérdida afecte a los valores mantenidos en custodia debido a la insolvencia, la negligencia, el fraude, la administración deficiente o el mantenimiento inadecuado de los registros de un custodio (o un subcustodio)[2].

Riesgo de liquidez: es el riesgo de que una contraparte, un participante o bien otra entidad no disponga de fondos suficientes para satisfacer sus obligaciones financieras del modo y en el momento esperados, aunque pueda hacerlo en el futuro[3].

Riesgo de reposición o de reemplazo: riesgo de pérdida de las plusvalías latentes que generen aquellas operaciones que no se liquiden con una contraparte. La exposición que resulta es el costo de reponer a precios actualizados de mercado la operación original.

Riesgo legal: se entiende como el riesgo de que se aplique de manera imprevista una ley o un reglamento, lo que tiene generalmente como consecuencia

1 Comité de Sistemas de Pago y Liquidación Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores, "Principios para las infraestructuras del mercado financiero", pp. 20 ss., disponible en: https://www.bis.org/cpmi/publ/d94_es.pdf

2 Ibíd.

3 Ibíd.

una pérdida. El riesgo legal también puede presentarse si la aplicación de las leyes y los reglamentos pertinentes es imprevisible[4].

Riesgo operativo: es el riesgo de que las deficiencias en los sistemas de información o los procesos internos, los errores humanos, los errores de gestión o las perturbaciones causadas por acontecimientos externos originen la reducción, el deterioro o la interrupción de los servicios prestados por una FMI[5].

Riesgo sistémico: se refiere a la incapacidad de uno o más participantes para actuar como se esperaba, lo que puede causar que otros participantes no puedan cumplir sus obligaciones cuando es necesario[6].

Saldos en cuenta: es la posición sobre títulos valores, instrumentos financieros y valores emitidos internacionalmente no inscritos en el RNVE, abonados en una cuenta o subcuentas del titular o titulares en virtud del mecanismo de anotación en cuenta.

Sistema(s) de pago(s): se remite a las disposiciones del libro 17, parte 2, en especial al artículo 2.17.1.1.1 literal n del Decreto 2555 de 2010, o a la norma que lo modifique o sustituya, y a la Resolución Externa 5 de 2009 de la Junta Directiva del Banco de la República, o a las normas que la modifiquen, adicionen o sustituyan.

Sistemas de negociación de valores o sistemas de negociación: se remite a las disposiciones del libro 15, parte 2, "Normas aplicables a los sistemas de negociación de valores y de registro de operaciones sobre valores", del Decreto 2555 de 2010.

Sistemas de registro de operaciones sobre valores o sistemas de registro: se remite a las disposiciones del libro 15, parte 2, "Normas aplicables a los sistemas de negociación de valores y de registro de operaciones sobre valores", del Decreto 2555 de 2010.

Sistemas externos de compensación y liquidación: se consideran sistemas externos los sistemas de compensación y liquidación de operaciones sobre valores, diferentes al administrado por la sociedad, tales como los sistemas de compensación y liquidación de divisas y los sistemas de compensación y liquidación de futuros, opciones y otros activos financieros, incluidas las cámaras de riesgo central de contraparte o el administrado por la Bolsa de Valores de

4 Ibíd.

5 Ibíd.

6 Ibíd.

Colombia para las acciones, debidamente autorizados por la autoridad competente para operar en el país.

Straigh through Processing (STP) o procesamiento automático ininterrumpido: procesamiento e información simultánea a todos los agentes de las negociaciones ocurridas en el mercado, de tal forma que se relacionan todos en la cadena de valor que termina en el proceso de liquidación.

Subcustodia: subcontratación de la custodia de valores y otros activos ubicados en el exterior, cuando ello resulte necesario para el cumplimiento de las finalidades de la custodia encomendada.

INTRODUCCIÓN

Cuando se habla de mercados organizados, necesariamente se hace referencia a mercados con altos estándares de operación y aplicación de mejores prácticas.

Tradicionalmente los mercados se han asociado a la plaza bursátil; sin embargo, hoy en día el concepto excede este ámbito, y los mercados comprenden las actividades financieras, bursátiles, aseguradoras, el hoy muy mencionado FinTech[7] y cualquier otro relacionado con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos de captación mediante valores u otros instrumentos. Los mercados organizados son también aquellos regulados, intervenidos por el Estado y autorregulados.

Ahora bien, ¿qué son los mercados? Una aproximación sin mayor elaboración nos lleva a decir que son un lugar donde se intercambian productos; si hablamos de un mercado de valores o un mercado financiero, dicho mercado entonces deberá asociarse con lo que todos conocemos como títulos valores o valores que se intercambian por otros valores, títulos valores o fondos.

Muchos de nosotros hablamos de los títulos valores, entendemos los títulos valores, los usamos; pero no sabemos por qué existen y cuál es la razón de su especial regulación. Solo sabemos que a ellos se acompasa una especial regulación que garantiza un entorno seguro y estandarizado que genera confianza en esta forma de circulación de la riqueza.

7 "FinTech" es la contracción de las palabras inglesas "*finance*" y "*technology*", las cuales engloban los servicios de las empresas del sector financiero que utilizan las nuevas tecnologías para crear productos financieros innovadores. Ver MAESTRE, RAÚL JAIME, "Qué es el FinTech, definición, sectores y ejemplos de startups", disponible en: https://www.iebschool.com/blog/que-es-fintech-finanzas/

Recuérdese que los títulos valores surgieron como respuesta a la "crisis funcional" del transporte de la riqueza, y, como ha sucedido y sucede en muchos campos, su desarrollo sistematizado a través del derecho logró que su realidad fuera mirada a través de modelos estandarizados que dieron paso a la confianza en su utilización.

Aquí, permítaseme hablar de un aspecto que debe servir como motivo de reflexión: siempre que se quiera generar confianza en un mercado o en un producto los mismos se deberán desarrollar bajo estándares[8], que no son otra cosa que protocolos o modelos que se repiten en la misma forma, tiempo y espacio. Piénsese por un momento en un inversionista, y en que cada vez que quiera comprar o vender la forma de realizar la operación cambie. ¿Podría tomar cómodamente la decisión de entregar sus fondos o valores arriesgando su posición? Por supuesto que no.

La dinámica de los títulos valores cumplió un rol en los mercados durante muchas décadas bajo la denominada "economía de papel"[9]. Este modelo, que creció de manera formidable hasta producir efectos diferentes del inicialmente planteado, cual era el asegurar pagos sin tener que disponer o transportar directamente los recursos fuente de pago. En efecto, en Estados Unidos el aumento de la actividad del mercado, generada principalmente por el acelerado crecimiento de las transacciones impulsadas por los inversionistas institucionales, a mediados de la década de 1960 llegó a un punto límite en cuanto a la capacidad de procesamiento de las operaciones ordenadas y al perfeccionamiento de la propiedad acorde con la ley de circulación de los títulos valores, que para esa época era manual.

Como respuesta a esas ineficiencias y presiones, los corredores trataron de agilizar el proceso sacrificando registros exactos, lo que generó inseguridad jurídica en la liquidación de las obligaciones asumidas, habida cuenta de un control incorrecto de los valores y fondos que ocasionó la insolvencia de más de un corredor, además de serias consecuencias financieras y de liquidez en general para el mercado.

8 El término "estándar" tiene su origen etimológico en el vocablo inglés "*standard*". El concepto se utiliza para nombrar aquello que puede tomarse como *referencia, patrón* o *modelo*. "Se conoce como *estandarización* o *normalización* al proceso que apunta a la creación y la aplicación de *normas* que son utilizadas a nivel general en un determinado ámbito": https://definicion.de/estandar/

9 BAZELON, DAVID, *The Paper Economy*, New York, Random House, 1962.

Esta crisis alcanzó proporciones severas en 1968 en la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE), que tuvo que declarar el cierre de operaciones los viernes de cada semana para permitir a los corredores ponerse al día con la acumulación de transacciones. Esta década marca otra crisis funcional, la del papel como documento soporte de los títulos valores, crisis denominada "*paper crunch*" o "*paper work crisis*"[10].

En 1968 se crearon los depositarios de valores para inmovilizar los valores materiales; en 1970 se creó otro organismo depositario para los miembros de la bolsa estadounidense de valores, y en 1971 otra similar para el mercado bursátil de contado NASDAQ; en 1975, el Congreso de Estados Unidos aprobó enmiendas a la ley de operaciones sobre valores a fin de abordar los asuntos relacionados con la negociación y el cumplimiento de obligaciones[11].

Esta introducción busca simplemente mostrar cómo las economías y los mercados están en permanente evolución, y que los estándares hacen que los inversionistas, los agentes y las autoridades de regulación protejan los modelos o mecanismos que generan riqueza y desarrollan las economías en una nación.

I. IMPORTANCIA DE LOS MERCADOS. MERCADOS INTERMEDIADOS Y NO INTERMEDIADOS; MERCADOS DESARROLLADOS Y NO DESARROLLADOS

I.I. MERCADOS INTERMEDIADOS Y NO INTERMEDIADOS

Los mercados son intermediados y desintermediados. Ambos son fundamentales para el desarrollo de una economía.

El mercado intermediado permite el acceso a canales de ahorro y crédito a personas naturales y empresas para generar riqueza y financiar sus proyectos de consumo e inversión, que de otra forma serían inviables. Una medida del desarrollo de un país es la profundización de los servicios bancarios (medida por el "indicador de bancarización")[12].

---

10 Ibíd.

11 FERRERA, RALPH C. y KALLMAN, JONATHAN, *Tendencia hacia la eliminación de los certificados en el derecho norteamericano*, cap. IV, A, "El crujir del papel", pp. 114 ss.

12 Asobancaria define el indicador de bancarización como "la relación entre el número de personas mayores de edad con al menos un producto financiero sobre el total de la población adulta". ASOBANCARIA, Informe Trimestral de Inclusión Financiera, primer trimestre de 2011.

El mercado intermediado, sin embargo, tiene unas particularidades que pueden restarle fortaleza bajo un análisis detallado. Las más importantes son estructurales, como el mismo tamaño de las entidades financieras, cuyo patrimonio y liquidez establece un límite al volumen de créditos en general y a la cantidad que pueden otorgar a un solo prestatario. Un ejemplo puntual es el del requerimiento de recursos que para el año 2012 tuvo que adelantar el Grupo de Inversiones Suramericana, con el fin de atender un plan de expansión estratégico; y qué decir del proyecto de infraestructura de las 4G; la financiación de este programa ha sido sin duda uno de los mayores desafíos para el sistema financiero, que debió aportar recursos por más de $40 billones y plazos de financiación más largos que los conocidos hasta ese momento (18 años). Estos montos exceden la capacidad de crédito del sistema bancario.

Otras propiedades estructurales impactan al alza los costos de financiación para los prestatarios, ya que el margen de intermediación[13] de las entidades financieras es siempre positivo; y, dado que incorpora variables como costos, beneficios, riesgo y liquidez se ha argumentado que puede ser excesivo, pudiendo llegar a restarle competitividad al producto de crédito. Aspectos como los tiempos entre la solicitud y el desembolso efectivo (oportunidad), las cargas impositivas y gravámenes, las tasas o factor de indexación, el plazo y otros costos implícitos, completan el panorama de un mercado intermediado indispensable pero poco versátil ante crecientes necesidades de financiación de las economías en expansión.

De esta manera, el mercado directo o no intermediado constituye un complemento del bancarizado, más que una competencia, con ventajas evidentes para los agentes participantes. En este escenario las empresas con necesidades de liquidez pasan de "prestatario" a "emisor", con las opciones de ceder un porcentaje de la propiedad mediante la emisión de acciones, sin compromisos futuros de caja; o de emitir bonos o papeles comerciales, con un costo de financiación teórico inferior al de un vehículo de crédito, ya que no debe asumir el margen de intermediación referido.

Acudiendo al mercado de valores, el emisor controla variables como el plazo de la emisión, si se trata de bonos, la periodicidad de pago, la moneda y, lo más importante, la tasa o factor de indexación. Con la posibilidad de indexar su emisión a la DTF, el IPC o el IBR, el emisor puede calzar la variación de sus ingresos y sus egresos al mismo factor, lo que le permite eliminar el riesgo de tasa de

---

13 Diferencia entre las tasas de colocación y de captación de las entidades financieras.

interés y las brechas de liquidez. Su capacidad de crédito se multiplica también, ya que los inversionistas pueden absorber emisiones por montos altos, tanto en el mercado local como en el exterior. Así, el Grupo de Inversiones Suramericana se inclinó por la emisión de acciones, cuyo volumen se estimó[14] pudo ser colocado entre inversionistas institucionales y personas naturales en Colombia.

Por el lado de los inversionistas se observan ventajas que parten de la disponibilidad de un portafolio diversificado de inversiones, de acuerdo con sus excedentes de liquidez, perfil de riesgos, conocimiento del mercado y rentabilidad esperada. El atractivo de las acciones se concentra no solamente en los dividendos decretados por el emisor, sino en el valor futuro de la empresa, lo que podría traer retornos infinitos en un plazo relativamente corto. El mercado secundario de acciones y bonos también brinda liquidez a las inversiones y posibilidades de beneficios mayores de acuerdo con la profundidad del mismo. Tanto como los emisores, los inversionistas pueden calzar sus flujos de entrada y salida para cubrir riesgos de tasa de interés.

En el nivel macro, finalmente, el mercado no intermediado amplifica la capacidad productiva de la economía y hace eficiente la transferencia de recursos del ahorro a la inversión, con mayor velocidad y optimizando costos y beneficios para los agentes del sistema. El mercado de valores reduce los costos de transacción y perfecciona la asignación de recursos, de manera que sectores o industrias con gran potencial pueden financiar sus proyectos de inversión, expansión o diversificación, sin límites diferentes a su rentabilidad potencial. Se puede afirmar que la apertura de nuevos mercados, la implantación de tecnologías, la investigación y desarrollo en la empresa privada y, en consecuencia, la generación de empleo, el crecimiento del producto y el bienestar general, están ligados estrechamente al desarrollo de un mercado de valores que soporte la iniciativa del sector productivo.

1.2. MERCADOS DESARROLLADOS Y NO DESARROLLADOS

Los procesos de crecimiento económico en un país no son fáciles, requieren de una visión clara por parte de los agentes e instituciones que participan en los mercados locales y de la implementación de mecanismos de gobierno que permitan llegar a ello.

14 Cfr.: https://www.elespectador.com/noticias/economia/el-buen-momento-de-accion-del-grupo-sura-articulo-513165

La importancia de los mercados tiene a su vez distintos intereses, de acuerdo con el rol que se cumpla: como inversionista, emisor o líder de una economía en un país. Aun cuando todos tienen diferentes intereses, confluyen en el mismo punto: sus móviles están basados en la seguridad y la eficiencia que resultan en la confianza del sistema utilizado.

Según Morgan Stanley Capital International (MSCI), los mercados pueden clasificarse, además, en desarrollados o emergentes, dependiendo de varios factores, de los cuales el más común es el PIB per cápita. ¿La razón? El PIB permite mostrar el crecimiento económico que tiene un país, el cual va asociado a la financiación de las compañías en los mercados, que dependiendo de su organización sirven de vehículo de profundización del mismo mercado y por tanto el aumento del interés de los inversionistas.

Bajo este entendimiento, en el nivel internacional los mercados serán más o menos deseables para los inversionistas extranjeros individuales o institucionales y, en suma, un incentivo o desincentivo en un mercado globalizado, en función de algunas características. Para Morgan Stanley Capital International (MSCI)[15], las siguientes serán las menos deseables en un mercado:

- Una regulación que limite o prohíba la inversión extranjera en algunas industrias y compañías en forma sustancialmente mayor que en los mercados desarrollados.
- Restricciones en la repatriación del capital inicial, dividendos, intereses y/u otras ganancias de capital.
- Un marco regulatorio inadecuado (ya sea demasiado flexible o estricto) y/u operaciones de *back office* menos sofisticadas, incluyendo las capacidades para la compensación y liquidación de valores.
- Una mayor percepción de riesgo de inversión que en los países desarrollados; y
- En general, que el mercado sea percibido por la comunidad de inversionistas internacionales como emergente.

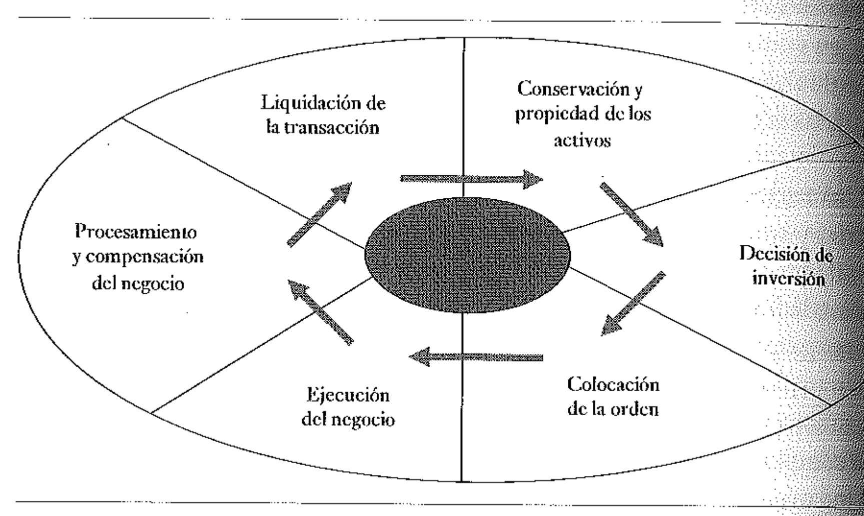
Por lo expuesto, un observador tendrá en cuenta que la interacción permita que sus activos sean transferidos dentro de las condiciones acordadas para su

15 MSCI *Global Market Accessibility Review*, junio de 2010, disponible en: http://www.mscibarra.com/products/indices/international_equity_indices/gimi/stdindex/2010_MSCI_Global_Market_Accessibility_Review.pdf

cumplimiento con la contraparte, y que se cuente con una regulación fácil de entender y estable. Estos elementos, sin lugar a dudas, harán más o menos competitivo un país, máxime cuando se habla de mercados globalizados. El interés recíproco entre los operadores de los distintos países, sean emergentes o desarrollados, solo se dará en la medida en que sientan confianza.

3. CADENA DE VALOR EN UN MERCADO

Para comprender cómo operan los mercados y quiénes participan en ellos es indispensable entender cuál es el ciclo de negociación de los valores. Según el estudio realizado en 1996 por la FIBV, la organización de un mercado parte de la cadena de valor del ciclo de la transacción sobre valores, que expresado gráficamente se cumple como sigue:



Fuente: Informe FIBV, "Mejores prácticas de compensación y liquidación", 1996.

Tenemos entonces actividades en la cadena de valor clasificadas como:

- La decisión de inversión: comprende las actividades asociadas a la decisión de adquirir, mantener o disponer de cualquier inversión en particular; incluye el análisis de portafolio, la colocación de los activos, la investigación y análisis del mercado, entre otros.
- La colocación de la orden: comprende todas las actividades necesarias para lograr que el mercado reciba la orden de inversión, incluyendo, entre otros, la selección del mercado, de los intermediarios, etc.

- La ejecución del negocio: una transacción se inicia cuando dos partes acuerdan celebrar un negocio donde una de las partes se obliga a intercambiar una cierta cantidad de títulos todas las actividades de negociación y disposición de los activos para el desarrollo de una operación.
- El procesamiento y compensación del negocio: se refiere a los procesos necesarios para determinar las obligaciones de entregar valores y pagar dineros subsecuentemente a la ejecución del negocio, para establecer cuándo y cómo ellas deben ocurrir, y para comunicar la información requerida a todos los participantes previamente a la liquidación.
- La liquidación: se refiere al proceso mediante el cual se cumplen las obligaciones de las contrapartes, esto es, la entrega de los valores por el vendedor y el pago del precio por el comprador. Además incluye todos los procedimientos para asegurar la entrega y el pago de los activos al permitir que esto ocurra, logrando la disponibilidad inmediata de los activos, valores y fondos, para su posible negociación.
- La conservación de los activos: incluye todas las actividades asociadas al mantenimiento de los activos como inversión, tales como la administración de portafolio, el cobro de los rendimientos y ejercicio de eventos corporativos, la administración de los impuestos y el manejo de las reinversiones, entre otras.

Internacionalmente la cadena de valor de la transacción se encuentra dividida en operaciones de *front office* compuesta por las decisiones de inversión y la colocación de la orden; el *middle office* lo componen la ejecución de la orden y en general los procesos de compensación del negocio, y el *back office* o *post contratación* lo compone la liquidación y la conservación de los activos, encargadas de facilitar los pagos y las entregas de una forma rápida, eficiente y segura. Esta distinción es importante porque a partir de esta perspectiva los agentes del mercado pueden regular los procesos, funciones, riesgos y responsabilidades.

Los mercados serán más o menos sofisticados teniendo cuenta la estructura que soporta cada una de estas actividades y la desagregación de las mismas.

La necesidad de ordenar los ciclos de la operación de los mercados busca administrar y minimizar los riesgos asociados a estas operaciones. En efecto, la demanda de los grandes flujos de capitales a través de vehículos como los fondos de pensiones, los fondos mutuos y los fondos de inversión extranjera mueve grandes portafolios que obligan a su diversificación global por zona

geográfica, por instrumentos, actividad económica, tamaño y otros factores, buscando mejorar la calidad del riesgo y la rentabilidad de los recursos. Estos flujos de capitales vienen acompañados de exigencias por parte de los inversionistas, como la necesidad de regulaciones adecuadas a mejores prácticas y estándares internacionales, acorde con el volumen transaccional y mejores servicios comerciales.

4. LOS ESTÁNDARES INTERNACIONALES Y LA REGULACIÓN COLOMBIANA

Colombia cuenta con una estructura regulatoria contenida en la Ley 964 de 2005, que, como sucede en otros países, fue el resultado de eventos o percepciones. La ley buscó crear "un marco regulatorio adecuado para estimular la inversión y coadyuvar al crecimiento económico", permitiendo crear "el espacio necesario para que las empresas pudieran financiar sus proyectos a plazos mayores y costos más bajos y para que los recursos de los inversionistas institucionales tuvieran mayores rentabilidades y oportunidades de inversión"[16].

Con este propósito se pretendió expedir un marco "claro de actuación para todos los participantes en el mercado, con la suficiente seguridad jurídica para atraer inversionistas nacionales y extranjeros, pero también con la necesaria flexibilidad para facilitar la adecuación normativa a las continuas innovaciones del mercado"[17].

Las recomendaciones de IOSCO-BIS 2001[18] fueron el sustento orientador de la ley que cimentó su regulación en los siguientes elementos:

- Protección de los derechos de los inversionistas
- Promoción del desarrollo y eficiencia del mercado
- Prevención y manejo del riesgo sistémico
- Preservación de la integridad del mercado

16 Exposición de motivos del proyecto de ley "por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores y se dictan otras disposiciones". Proyecto de Ley del Mercado Público de Valores, 16 de mayo de 2005, en *Gaceta del Congreso*, n.º 261.

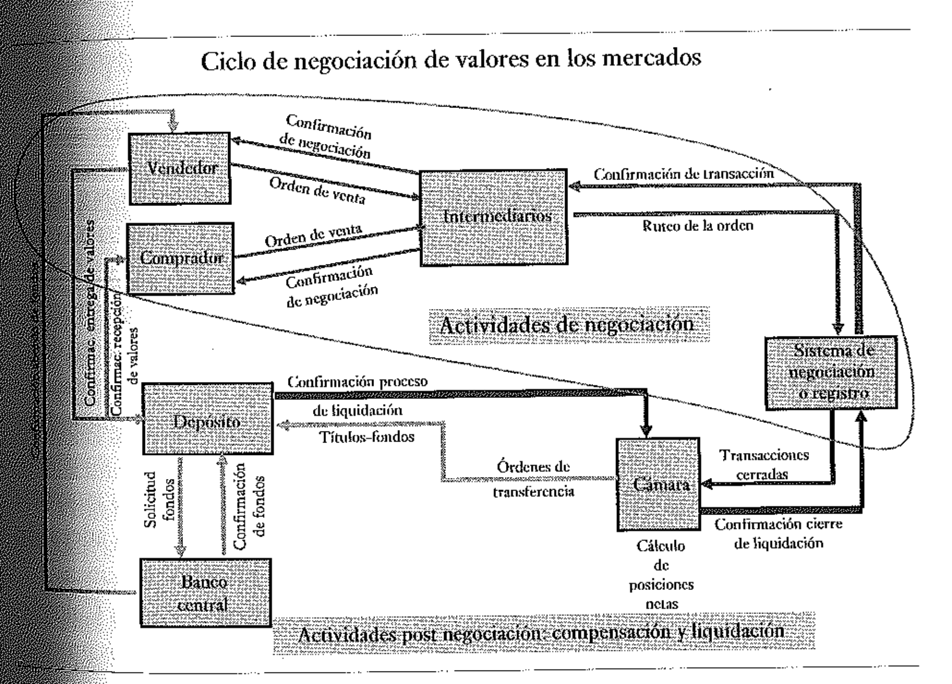
17 Ibíd.

18 www.iosco.org

Con la Ley 964 de 2005, en su artículo 1 quedan incorporados para Colombia estos criterios de intervención, colocando nuestra regulación en el nivel internacional, con una norma marco que le permite al gobierno, como se menciona en la exposición de motivos, acompasar en un entorno seguro y eficiente la dinámica del mercado, asegurando con ella la creación de nuevas operaciones y la modernización de productos existentes, con el propósito de cerrar los desequilibrios entre oferta y demanda, en un esfuerzo conjunto a mediano y largo plazo.

Bajo esta nueva regulación es evidente el cambio institucional, basado en un enfoque funcional de supervisión del mercado.

Por su parte, las actividades del mercado de valores, señaladas en el artículo 3 de la misma Ley, de las cuales, conforme con la descripción de la cadena de circulación de un valor en el mercado, mencionado en este aparte, apunta sin duda al modelo presentado en 1996 por la FIBV, como actividades propias del mercado. En este contexto, los agentes y actividades que en él intervienen son, al tenor del artículo 335 CP, de interés público y, en consecuencia, solo aquellas entidades constituidas en Colombia y autorizadas para operar, en nuestro caso por la Superintendencia Financiera, podrán prestar dichos servicios, con excepción de las entidades que emiten los valores, cuyo emisión las sujetará al control de dicha entidad pero no a su vigilancia.



Ciclo de negociación de valores en los mercados

En la medida en que cada una de las actividades y participantes se especializa en su función, más sofisticado será el mercado, administrando su complejidad y los riesgos en forma más eficiente. No obstante, estas mismas actividades están relacionadas a lo largo de la cadena, y las decisiones que se tomen por los intermediarios necesariamente afectarán las órdenes impartidas y realizadas en los sistemas de compensación y liquidación, y en general al mercado.

En el cuadro anexo se puede observar cómo la secuencia de las instrucciones avanzadas a través de los sistemas de compensación y liquidación se encuentran en un circuito cerrado. Todas las operaciones que se ordenan a los sistemas confluyen y se interconectan; puede decirse que el riesgo sistémico se controla con la división de las funciones en el mercado; pero, ¿efectivamente se diversifica el riesgo? La respuesta es sí, pero se necesita no solo que exista la regulación, sino que su entendimiento en el mercado sea uniforme. Si cada uno de los proveedores intervinientes efectivamente controla su función frente a los riesgos asociados bajo un entendimiento único por los demás participantes en la cadena, el control del riesgo sistémico en el sistema administrado se mantendrá.

En Colombia es necesario continuar trabajando en el entendimiento único y armónico de las normas sobre compensación y liquidación de valores. Las pruebas de los sistemas y de su regulación ponen a prueba en momentos de crisis; cuando ello sucede, los actores deben permitirse revisar y ajustar la regulación, los procesos y actividades para generar confianza en el mercado.

---

5. DE LOS SISTEMAS DE COMPENSACIÓN Y DE LIQUIDACIÓN

Los sistemas de compensación y liquidación como parte de las infraestructuras financieras de los mercados que permiten la circulación de la riqueza deben ofrecer estabilidad financiera para asegurar el crecimiento de una economía. Por ello su fortalecimiento debe ser una preocupación constante de las autoridades y todos los grupos de interés, cuyos esfuerzos deben encaminarse constantemente a la optimización de estos procesos, visualizando los riesgos asociados, las eficiencias, la seguridad de las transacciones, las salvaguardas adecuadas para los inversionistas y la reducción de los costos de las transacciones.

Tal como se explicó en los puntos anteriores, la regulación en Colombia incluyó las mejores prácticas internacionales en la definición de estos procesos, permitiendo generar seguridad jurídica a todos los grupos de interés y dando herramientas al gobierno y a los particulares en su labor.

5.1. MEJORES PRÁCTICAS INTERNACIONALES

Los organismos que expiden recomendaciones a nivel mundial y que son seguidos por todos los distintos grupos de interés en los mercados pueden resumirse como sigue:

- BIS/IOSCO. Recomendaciones para los Sistemas de Liquidación de Valores, Reporte del Comité en Sistemas de Pago y Liquidación, y el Comité Técnico de IOSCO, noviembre de 2001. Principios para los proveedores de infraestructura del mercado FMI, Reporte de abril de 2012 (disponible en inglés y español en: www.iosco.org).
- GRUPO DE LOS 30. Compensación y liquidación global: Plan de Acciones 2003
- (www.group30.org).
- ISSA: Asociación Internacional de Servicios de Valores.
- Association of National Numbering Agencies (ANNA) (www.anna-web.com).
- BIS: Banco de Pagos Internacionales.

La incorporación de mejores prácticas fue el producto de un proceso largo de análisis y discusión en el interior de las autoridades de regulación del país, viéndose reflejada particularmente en las normas de tanta importancia como las relacionadas con los sistemas de compensación y liquidación, una de las piedras angulares de la Ley 964 de 2005. A continuación los aspectos más relevantes:

- Creación del principio de finalidad-firmeza en las transacciones ante eventos de insolvencia, quiebra, disolución, embargo, toma de posesión, órdenes de retención u otras medidas judiciales o administrativas.
- Certeza de que las transacciones: serán firmes, irrevocables, exigibles y oponibles a terceros una vez aceptadas por los sistemas de compensación y liquidación.
- Protección a los activos de los inversionistas contra reclamaciones de los acreedores e insolvencia de los administradores.
- Protección a las garantías otorgadas para el cumplimiento de las transacciones del mercado, hasta tanto las operaciones que garantizan sean cumplidas plenamente. Los actos que implican constitución, incremento o sustitución

de garantías serán irrevocables y no podrán impugnarse, anularse o declararse ineficaces.

• Régimen para aplicar y hacer efectivas las garantías sin necesidad de trámite judicial alguno.

• Protección al tenedor de buena fe exento de culpa, al indicarse que no procederán acción reivindicatoria, medidas de restablecimiento del derecho, comiso e incautación contra el tercero que adquiera valores inscritos.

• Separación patrimonial de los bienes que forman parte de los fondos de valores, fondos de inversión, fondos mutuos de inversión, de los activos subyacentes vinculados a los procesos de titularización y de los bienes de terceros de entidades sujetas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia.

• Certeza de que las transacciones de valores que circulen mediante anotación en cuenta se perfeccionan con anotación en cuenta.

• Reconocimiento de que quien figure en los registros electrónicos del depósito es titular del valor anotado en cuenta y podrá exigir los derechos en *él* incorporados.

• Define por orden de transferencia la instrucción incondicional de valores o fondos entre participantes de los sistemas de compensación y liquidación, las que una vez aceptadas por tales sistemas tendrán finalidad o firmeza.

• Define que en la transferencia temporal de valores, repos, intercambio de valores y simultáneas se produce la transferencia de la propiedad, y que establece la forma de liquidar la operación ante un incumplimiento o evento que acelere la transacción.

• Establece que los certificados expedidos por los depósitos son plena prueba y prestan mérito ejecutivo.

Asociados a estas mejoras prácticas, los criterios que han de observarse en la intervención del Estado en la expedición de la regulación deberán garantizar que las operaciones del mercado de valores sean llevadas hasta su puntual y exacta compensación y liquidación; procurar que el mercado de valores esté provisto de información oportuna, completa y exacta; que se dé prelación al sentido económico y financiero sobre la forma al determinar si algún derecho o instrumento es valor, o cuando se expidan normas dirigidas a la protección de los derechos de los inversionistas y se promocione la regulación y la supervisión del mercado teniendo adicionalmente en cuenta las innovaciones tecnológicas y el desarrollo de nuevos productos y servicios.

5.2. INSTITUCIONES QUE CONFORMAN LOS SISTEMAS DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN Y SUS PARTICIPANTES

El artículo 9.º de la Ley 964 de 2005, "Sistemas de compensación y liquidación", establece:

> Para efectos de la presente ley, son sistemas de compensación y liquidación de operaciones el conjunto de actividades, acuerdos, agentes, normas, procedimientos y mecanismos que tengan por objeto la confirmación, compensación y liquidación de operaciones sobre valores. Para ser reconocidos como sistemas de compensación y liquidación, tales actividades, acuerdos, normas, procedimientos y mecanismos deberán constar en reglamentos previamente aprobados por la Superintendencia de Valores.
>
> Podrán administrar sistemas de compensación y liquidación de operaciones las entidades constituidas exclusivamente para tal fin, las cámaras de riesgo central de contraparte, las bolsas de valores, las bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros *commodities*, el Banco de la República, los depósitos centralizados de valores y las demás entidades que autorice el Gobierno Nacional.
>
> La regulación aplicable a la compensación y liquidación deberá prever mecanismos para el manejo de los riesgos de crédito, de liquidez, operacional, legal y sistémico.
>
> Tendrán la calidad de participantes en un sistema de compensación y liquidación las entidades que autorice el Gobierno Nacional por vía general. Para efectos del acceso a los sistemas de compensación y liquidación, dichos sistemas deberán incorporar en sus reglamentos criterios objetivos y equitativos para la participación en los mismos.
>
> Parágrafo. Para efectos de lo dispuesto en la presente ley se entiende por compensación el proceso mediante el cual se establecen las obligaciones de entrega de valores y transferencia de fondos de los participantes de un sistema de compensación y liquidación, derivadas de operaciones sobre valores. La forma de establecer las obligaciones de los participantes podrá hacerse a partir de mecanismos bilaterales o multilaterales que incorporen o no el valor neto de dichas obligaciones. Las obligaciones así establecidas deben cumplirse en los términos señalados en la presente ley.
>
> Se entiende por liquidación el proceso mediante el cual se cumplen definitivamente las obligaciones provenientes de una operación sobre valores, donde una parte entrega valores y la otra efectúa la transferencia de los fondos o valores.

De la lectura de este artículo tan completo y complejo se extraen los siguientes elementos:

• Son sistemas de compensación y liquidación de operaciones el conjunto de actividades, acuerdos, agentes, normas, procedimientos y mecanismos.
• Las operaciones que se cumplen son la confirmación, compensación y liquidación de operaciones sobre valores.
• Los reglamentos de operaciones aprobados por la Superintendencia Financiera de Colombia deben contener las actividades, acuerdos, normas, procedimientos y mecanismos.
• Solo las entidades constituidas exclusivamente para administrar sistemas de compensación y liquidación pueden prestar estos servicios. Estas entidades son: las cámaras de riesgo central de contraparte, las bolsas de valores, las bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros *commodities*, el Banco de la República, los depósitos centralizados de valores y las demás entidades que autorice el Gobierno Nacional.
• La regulación aplicable a la compensación y liquidación deberá prever mecanismos para el manejo de los riesgos de crédito, de liquidez, operacional, legal y sistémico.
• Son participantes en un sistema de compensación y liquidación las entidades que autorice el Gobierno Nacional por vía general, y los criterios objetivos y equitativos estarán dados en los reglamentos de operaciones de las entidades habilitadas.
• Se definieron los conceptos de compensación y liquidación.
• Se estableció la forma como se pueden definir las obligaciones de los participantes, esto es, bajo mecanismos bilaterales o multilaterales que incorporen o no el valor neto de las obligaciones.

En este marco general de actuación, las instituciones que participan deben tener objeto exclusivo; es decir, su naturaleza y la razón de su existencia solo pueden estar orientadas a prestar servicios de infraestructura. Ello obedece a su especial función en los mercados: son la columna vertebral para la realización de la negociación y el cumplimiento efectivo de los mismos. Su funcionamiento debe contar con mecanismos de buen gobierno que sean claros y transparentes, que fomenten la seguridad y la eficiencia de la entidad, y que respalden la estabilidad del sistema financiero en general. Sin ellos no se puede hablar de un mercado organizado.

Por su parte, son participantes, de conformidad con el artículo 2.12.1.1.3 (art. 3.º Decreto 1456 de 2007),

> ... de manera directa en un sistema de compensación y liquidación de operaciones sobre valores, *las personas jurídicas que prevea el reglamento de dicho sistema*, en las condiciones y con el cumplimiento de los requisitos establecidos en el mismo, siempre que se trate de *entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia, entidades públicas que estén legalmente facultadas para utilizar sistemas de negociación* para realizar sus operaciones de tesorería, *entidades del exterior que desarrollen actividades en el sistema de compensación y liquidación de pagos y de valores del respectivo país, así como los organismos internacionales y los bancos centrales del exterior*. Lo anterior se entenderá sin perjuicio del cumplimiento de las disposiciones cambiarias y de inversión extranjera (resaltado fuera de texto).

En Colombia, los agentes del mercado son:
• Emisores
• Inversionistas
• Intermediarios
• Custodios
• Administradores de los sistemas de negociación y de registro
• Administradores de los sistemas de compensación donde participa el sistema del Banco de la República, la bolsa de valores, la cámara de riesgo central de contraparte y la cámara de divisas.
• Administradores de los sistemas de liquidación, los depósitos centralizados de valores, los sistemas de pago, las bolsas de valores y la agropecuaria.

5.3. PASO A PASO A TRAVÉS DE LOS SISTEMAS DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN

Los estándares internacionales y la regulación vigente establecen que todo proceso de compra y venta de valores o cualquier operación asociada a la circulación de valores que no esté excluida del régimen ordinario debe cumplir los siguientes pasos:

1. Negociación a través de los sistemas de negociación o concertada luego de cumplir con su registro en el sistema de registro. Esta regulación está contenida en la parte 2 del libro 15, "Normas aplicables a los sistemas de negociación de valores y de registro de operaciones sobre valores", del Decreto 2555 de 2010.

2. Confirmación de las operaciones. Consiste en la transmisión de los datos de la operación al sistema de compensación y liquidación y este haya recibido y casado dichas comunicaciones. Las órdenes de transferencia confirmadas no podrán anularse o modificarse por el ordenante, salvo que la entidad administradora del sistema lo autorice. (Regulación aplicable: art. 2.12.1.1.5 (art. 5.° del Decreto 1456 de 2007, modificado por el art. 6.° del Decreto 1121 de 2008). *Confirmación de las órdenes de transferencia de dinero o valores*).

3. Compensación de las operaciones, a través de las bolsas de valores o de las cámaras de compensación de riesgo central de contraparte.

4. Liquidación de las operaciones a través del intercambio de valores y/o fondos o valores.

Cada una de estas etapas deberá ser aceptada por los sistemas de compensación y liquidación, luego de lo cual serán firmes e irrevocables. Previamente a la aceptación, cada orden deberá superar los controles de riesgo establecidos en el reglamento del mismo sistema, definidos en los artículos 2.17.1.1.1 y 2.12.1.1.6 del Decreto 2555 de 2010.

Aceptada una operación por los sistemas de compensación y liquidación, será firme e irrevocable.

5.4. EL PROCESO DE NEGOCIACIÓN Y REGISTRO

Los intermediarios del mercado deberán, por regulación, registrar o negociar los valores a través de los sistemas autorizados, e incluir en dichos sistemas los elementos esenciales y particulares de la operación. Se busca con ello asegurar la divulgación de la información del precio sobre el cual se negocia un valor en el mercado.

La Ley 964 de 2005 define en el artículo 3.° sistemas de negociación y de registro, y fue reglamentado mediante el Decreto 1120 de 2008, hoy Decreto 2555 de 2010, libro 15, donde se reglamenta el sistema de registro y de negociación. Veamos sus características:

1. Se define la actividad de intermediación en el mercado de valores en los términos del artículo 2 parágrafos 3 y 4 de la Ley 964 de 2005.
2. Se elimina la obligatoriedad de operar a través del sistema de negociación establecido en la Resolución 400 de 1995 de la Superintendencia de Valores.

3. Todos los intermediarios quedan autorizados para operar en los sistemas de registro.
4. Se establecen reglas precisas para operar, y su omisión es calificada como contraria a la integridad del mercado.
5. Se mantiene la negociación de acciones y bonos convertibles en acciones a través de sistemas transaccionales, salvo casos particulares (Circular 7 de 1998 de la Superintendencia de Valores).
6. Aparece la calificación de inversionista profesional y cliente inversionista.
7. Se hace énfasis en la protección del inversionista (información, conflictos de interés, deber de mejor ejecución y asesoría).
8. Afiliados al sistema de negociación: solo entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera y entidades públicas.
9. Afiliados al sistema de registro: entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera.
10. La compensación y liquidación de operaciones se realiza bajo la modalidad de entrega contra pago.

Los valores objeto de los sistemas de negociación y de registro deberán compensarse y liquidarse bajo la modalidad de entrega contra pago.

5.5. COMPENSACIÓN DE VALORES

La compensación está definida en el parágrafo del artículo 9.° de la Ley 964 de 2005 así:

> Para efectos de lo dispuesto en la presente ley se entiende por compensación el proceso mediante el cual *se establecen las obligaciones de entrega de valores y transferencia de fondos de los participantes de un sistema de compensación y liquidación, derivadas de operaciones sobre valores*. La forma de establecer las obligaciones de los participantes podrá hacerse a partir de mecanismos bilaterales o multilaterales que incorporen o no el valor neto de dichas obligaciones. Las obligaciones así establecidas deben cumplirse en los términos señalados en la presente ley (resaltado fuera de texto).

La compensación consiste en concertar o definir las condiciones en las que se han de cumplir o liquidar las operaciones que se celebran en el mercado OTC o mercado mostrador o se realizan en los sistemas de negociación[19].

---

19 Decreto 2555 de 2010, art. 2.15.1.1.4 (art. 4.1.1.4. de la Resolución 400 de 1995, subrogado

5.5.1. PROVEEDORES DE INFRAESTRUCTURA QUE PARTICIPAN EN LA COMPENSACIÓN

Conforme a la regulación vigente, las bolsas de valores pueden adelantar la compensación de valores ordenados a través de los sistemas de registro y de negociación; sin embargo, la institución más importante que opera en el sistema de compensación es la cámara de riesgos central de contraparte, que asume los riesgos envueltos de las transacciones.

El proceso de compensación puede venir acompañado de garantías para asegurar su cumplimiento, caso en el cual tendrá la misma protección en términos de los artículos 11 de la Ley 964 de 2005, "Garantías entregadas por cuenta de los participantes", y 2.12.1.1.8 del Decreto 2555 de 2010 (art. 8.º Decreto 1456 de 2007), "Garantías".

Una cámara de compensación determina las obligaciones que se desprenden de las posiciones de débito o crédito resultantes de la transacción de activos financieros y calcula los montos a ser liquidados. Las obligaciones pueden ser liquidadas una a una, es decir sobre una base bruta, o también pueden ser liquidadas en forma neta, donde se liquida únicamente la diferencia entre las posiciones de débito y crédito.

La cámara puede compensar interponiéndose en calidad de comprador ante el vendedor y en calidad de vendedor ante el comprador, creando dos nuevos contratos que reemplazan el contrato único original. El proceso legal de

---

por el artículo 1.º del Decreto 1120 de 2008): "*Títulos o valores objeto de negociación o de registro*. Podrán ser objeto de negociación o de registro en los sistemas regulados en este Título, los valores o títulos distintos de acciones y bonos obligatoriamente convertibles en acciones, que se encuentren inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores-RNVE". Decreto 2555 de 2010, art. 2.15.1.1.5 (art. 4.1.1.5. de la Resolución 400 de 1995, subrogado por el artículo 1.º del Decreto 1120 de 2008): "*Modalidades de operaciones que pueden realizarse a través de sistemas de negociación o de registro de valores*. En los sistemas de negociación de valores o en los sistemas de registro de operaciones sobre valores podrán celebrarse o registrarse operaciones de contado, operaciones a plazo, operaciones de reporto o repo, simultáneas, operaciones de transferencia temporal de valores y aquellas que de manera general y previa autorice la Superintendencia Financiera de Colombia". Decreto 2555 de 2010, art. 2.15.1.1.7 (art. 4.1.1.7 de la Resolución 400 de 1995, subrogado por el artículo 1 del Decreto 1120 de 2008): "*De la compensación y liquidación de las operaciones sobre valores*. Todas las operaciones sobre valores realizadas en un sistema de negociación de valores o registradas en un sistema de registro de operaciones sobre valores deberán ser compensadas y liquidadas por el mecanismo de entrega contra pago en los sistemas de compensación y liquidación autorizados, salvo las excepciones contenidas en los reglamentos autorizados por la Superintendencia Financiera de Colombia".

reemplazar a las contrapartes originales y convertirse en la única contraparte para todos los participantes es lo que se conoce comúnmente como "novación".

Cuando las obligaciones se netean los mecanismos pueden ser bilaterales o multilaterales. En el neteo bilateral se reducen los flujos bilaterales entre cada par de contrapartes a una sola obligación "neta". En el neteo multilateral se puede hacer el neteo de todas las obligaciones que provienen de los participantes en el sistema y produce una sola obligación debida a o por cada contraparte del grupo de neteo. Las cámaras de compensación por contraparte central utilizan el neteo multilateral porque este minimiza el número de obligaciones a ser liquidadas.

Sin embargo, las cámaras de compensación por contraparte central no tienen que ser necesariamente utilizadas para la compensación, dado que una vez realizadas las transacciones estas pueden ser enviadas directamente a los correspondientes sistemas de liquidación de valores para su liquidación.

El capítulo tercero de la Ley 964 de 2015 reguló la institución de las cámaras de riesgo central de contraparte en los siguientes aspectos:

- Define qué es una cámara de riesgo central de contraparte.
- Define el principio de novación legal en el mercado de valores a través de la cámara.
- Definida como institución de objeto exclusivo.
- Administra sistemas de compensación y liquidación.
- Exige, recibe y administra garantías de las entidades que actúen como sus contrapartes.
- Expide certificados de sus actos en el ejercicio de sus funciones, que prestarán merito ejecutivo.
- Define quiénes podrán ser socios.
- El gobierno nacional define los requisitos para los participantes de estas instituciones, el capital mínimo y los socios de las mismas.
- Aplican los principios de compensación de operaciones.
- Existe la protección de las garantías entregadas a la cámara.

5.6. PROTECCIÓN DE LAS OPERACIONES ACEPTADAS EN LOS SISTEMAS DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN. PRINCIPIO DE LA FINALIDAD DE LAS OPERACIONES

Las operaciones que se acepten por un sistema de compensación y liquidación quedarán amparadas para continuar su proceso hasta su final liquidación.

Este principio fundamental para la actividad de compensación y liquidación supone que toda transferencia de valores, dinero o garantías se hace de forma irrevocable e incondicional a partir de un momento previamente definido a nivel de sistema. En la salvaguarda de los intereses jurídicos y económicos que se protegen con el principio de finalidad es importante que los sistemas de compensación y liquidación permitan que las prestaciones recíprocas a cargo de las partes (entregar valores o dinero) se cumplan de la manera más simultánea posible[20].

Desde un punto de vista, las leyes o los reglamentos de operaciones de las cámaras de riesgo central de contraparte y de los depósitos centralizados de valores deben contar con los elementos suficientes para que sea efectivo el principio de finalidad por medio de la identificación común y acordada del momento en el cual la transferencia de valores y la de sumas de dinero se han de entender incondicionales e irrevocables.

La irrevocabilidad e incondicionalidad de la transferencia de valores y efectivo y el momento en que los activos transferidos llegan a estar disponibles para ser utilizados por el comprador y el vendedor en una transacción se vuelven determinantes para la seguridad jurídica de los participantes del mercado y para lograr la certidumbre de la liquidación de una operación.

En nuestro país, el concepto de finalidad (*finality*, en inglés) está claramente definido en la ley respecto de las obligaciones que surgen en virtud de negocios bursátiles o simplemente financieros ante entidades, como los depósitos de valores y los sistemas de pago, situación que refleja la incorporación de las nuevas mejores prácticas para el mercado.

El concepto de finalidad se aplica no solo a los procesos de liquidación sino a los procesos de compensación, particularmente a los siguientes eventos:

- Transferencia de la propiedad de valores y efectivo.
- Administración y liquidación de garantías.
- Neteo en sus diversas modalidades: bilateral, multilateral.
- Novación legal de operaciones, fundamental para la introducción de la cámara de contraparte.

20 La liquidación puede hacerse transacción por transacción (*gross settlement*) o acumulando transacciones por un cierto periodo de tiempo para realizar una liquidación conjunta de todas ellas (*net settlement*). *Clearing and Settlement*, cit., p. 35.

- Bienes que hacen parte de la masa de acreedores en caso de eventos concursales.
- La insolvencia de los participantes, certeza para la liquidación de valores.
- El manejo de operaciones transfronterizas.

Por ello, no se puede pensar que por el hecho de que las actividades y las partes que operan en ella estén segmentadas, sus decisiones no afecten a las demás actividades o partes en la cadena.

Bajo este entendimiento, el artículo 9.º de la Ley 964 de 2005 aclara que los sistemas de compensación y liquidación son "el conjunto de actividades, acuerdos, agentes, normas, procedimientos y mecanismos que tengan por objeto la confirmación, compensación y liquidación de operaciones sobre valores".

Forman parte de estos sistemas, según la misma regulación, "las entidades constituidas exclusivamente para tal fin, las cámaras de riesgo central de contraparte, las bolsas de valores, las bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros *commodities*, el Banco de la República, los depósitos centralizados de valores y las demás entidades que autorice el Gobierno Nacional".

Colombia no es ajena a las tendencias mundiales. Hoy en día es una necesidad operar bajo mejores prácticas internacionales para atraer recursos de capital al mercado y que permita a los inversionistas la diversificación de su riesgo y mejores rentabilidades.

El gobierno expidió en consecuencia normas en varios de los frentes de las actividades que comprende el manejo de los recursos, tales como:

- Un sistema integral de información del mercado de valores, al igual que las reglas sobre revelación y calidad información por parte de los emisores de valores, con miras a que los inversionistas puedan tomar decisiones correctas con suficiente información y en igualdad de condiciones (parte 5, libros 1 a 4 del Decreto Único).
- Sistemas de registro y de negociación, información que debe ser distribuida a través de instituciones especializadas que provean los precios para el mercado que incluyen reglas sobre revelación y transparencia de precios (Decreto 1120 de 2008, hoy libro 15 del Decreto Único).
- Un sistema de supervisión que visualice claramente los procesos de desintermediación bajo la dirección y coordinación estatal y esquemas de autorregulación (desarrollado en la parte 11, libro 4 del Decreto Único).

• Un sistema de control interno y de administración de riesgos a través del manejo de información en los diferentes medios para la distribución de productos y requisitos mínimos de seguridad y calidad que se deben considerar (circulares externas 14 de 2009, 52 de 2007 y 41 de 2007, todas de la Superintendencia Financiera de Colombia).

• Sistemas que permitan la negociación de valores mediante acuerdos o convenios de integración de bolsas de valores y compensados y liquidados bajo cuentas que contengan la posición de los valores que en ellos se administren, con o sin desagregación a nivel de beneficiario final (Decreto 4087 de 2010, Del listado de valores extranjeros en los sistemas de cotización de valores del extranjero por medio de las sociedades comisionistas de bolsa, incluido en los artículos 2.15.6.2.1 ss. del Título Sexto del Libro Quince de la Parte Segunda, Decreto 2555 de 2010).

• Creación de vehículos que permitan la generación de productos y subproductos sobre los valores, tales como las relacionadas con las carteras colectivas bursátiles o como los denominados ETF.

• Los vehículos bajo los cuales la inversión extranjera directa y de portafolio es autorizada por el banco central.

• Mecanismos que permitan no solo el ejercicio de derechos de contenido patrimonial sino también social bajo figuras denominadas internacionalmente *proxy voting*[21], donde se permite a los depósitos centralizados de valores

---

21 "Voting Proxies Electronically. *In the age of the Internet, investors can not only buy and sell stock online, but also vote their proxy statements. The entire documentation delivery process can be electronically automated with the use of various services such as EquiServe or Automatic Data Processing's (ADP's) ProxyVote. Official documentation is delivered to shareholders in electronic form, and then they log onto the system with a control number or personal identification number and vote for or against the resolutions presented*".
"Proxy Voting Guidelines. *The Internet also greatly assists shareholders in researching their decisions. Numerous institutional investors now post their voting decisions online prior to the meeting date, giving individual investors a chance to see where the large institutional shareholders stand on issues. These same institutions may also provide extensive explanations of their decisions by posting their 'proxy voting guidelines'. For example, institutions may cast their votes on criteria of long-term value, corporate accountability, responsibility, sustainability, and so forth "The most proactive of institutional investors play a sort of champion role in keeping directors accountable for the resolutions that are introduced at important meetings. Not only will the institution establish its model proxy voting guidelines, but if a decision is initially unclear, it will seek additional information from the company itself. For example, an institution might contact management directly to discuss a specific proposal, suggest modifications to the nature of the proposal, or in extreme cases, urge the withdrawal of the proposal in its entirety. Such influence is generally held only y powerful institutional investors, making the institution's role in the proxy voting processin valuable.*

designar un apoderado para que represente a los colombianos en el exterior o a los extranjeros en Colombia (Decreto 3960 de 2010, parte 2, libro 14).

• La equivalencia del registro por anotación en cuenta que administran los depósitos centralizados de valores al registro en el libro de títulos nominativos de que habla el artículo 468 del Código de Comercio (Decreto 3960 de 2010, parte 2, libro 14, art. 2.14.1.1.2, "Registro").

• Regulaciones sobre los sistemas de pago de alto y de bajo valor, sus operadores y participantes (parte 2, libro 17 del Decreto Único).

• Regulación sobre el gobierno corporativo de las entidades de infraestructura (parte 2, libros 11 a 16 del Decreto Único).

Se requiere sin embargo la revisión de las funciones desempeñadas por varios de los proveedores, pues existe duplicación de funciones, con el fin de volver realidad la regulación existente, reducir costos, simplificar comunicaciones y mantenimientos.

5.7. EL PROCESO DE LIQUIDACIÓN DE VALORES

Uno de los aspectos que se busca proteger en los procesos de liquidación de valores en el mercado son los riesgos asociados a la trasferencia de los mismos.

Las medidas en los sistemas de liquidación de valores deben incluir recomendaciones en el diseño, operación y supervisión encaminadas a permitir mejorar la estabilidad financiera del mercado donde se implemente, que se traduce en la reducción de los riesgos de las operaciones, el incremento de la eficiencia en el proceso y la adecuada protección a los activos de los inversionistas.

Los elementos considerados básicamente para elaborar las recomendaciones fueron los siguientes:

• Los sistemas de liquidación de valores: son un componente crítico de los mercados financieros globales.

"Innovations to the Proxy Voting System. *In the wake of much-publicized corporate scandals perpetrated by the management and directors of various publicly-traded companies over the years, more consideration has been given to potential revisions of the proxy voting system–most significantly, the possibility of shareholders taking an active role in introducing resolutions to the proxy. These proposals are often termed 'direct proxy access' and focus most prominently on the possibility of allowing shareholders to nominate director candidates. On the one hand, this could bring fresh perspectives to the board of directors; but on the other hand, lack of experience (among other factors) could cause shareholders to nominate directors who are truly inappropriate for director ship*".

- Los mercados de valores constituyen un canal de intermediación muy importante en los flujos de capitales: proveedores y demandantes.
- Los mercados operan integrados globalmente.
- Las debilidades experimentadas por un sistema de liquidación de valores pueden originar disturbios o perturbaciones sistémicas en los mercados de valores y en otros sistemas de pagos y de liquidación de valores.

Los riesgos a los cuales atienden las recomendaciones se agruparon en:

- Legal.
- De preliquidación.
- De liquidación.
- Operacional.
- Custodia.
- Otros elementos.

La liquidación de las operaciones implica la entrega definitiva de los valores negociados por el comprador y el pago del precio al vendedor de acuerdo a lo convenido. Para el cumplimiento de estas operaciones se hace necesario contar con depósitos centralizados de valores y los fondos a través de cuentas en el banco central.

La liquidación definitiva se define como la transferencia irrevocable e incondicional de un activo o un instrumento financiero o el cumplimiento de una obligación por parte del proveedor de infraestructura o de sus participantes con arreglo a las condiciones del contrato subyacente, la cual deberá cumplirse intradía y antes de que finalice el día[22].

El régimen jurídico que regula a los proveedores de infraestructura debe proteger las operaciones aceptadas de la ley concursal pertinente, tomas de posesión, incautaciones, embargos. Debe reconocer el cumplimiento de un pago, instrucción de transferencia u otra obligación entre el sistema de compensación y liquidación y los participantes del sistema, para que la operación se considere definitiva.

En Colombia están consignadas las normas tanto para las operaciones como a las garantías asociadas a las mismas en los artículos 10 y 11 de la Ley 964 de 2005:

22 Principios para las infraestructuras del mercado financiero, abril de 2012, disponibles en: www.bis.org

Artículo 10. *Principio de finalidad en las operaciones sobre valores.* Las órdenes de transferencia de fondos o valores derivadas de operaciones sobre valores, así como cualquier acto que, en los términos de los reglamentos de un sistema de compensación y liquidación de operaciones, *deba realizarse para su cumplimiento, serán firmes, irrevocables, exigibles y oponibles frente a terceros a partir del momento en que tales órdenes hayan sido aceptadas por el sistema de compensación y liquidación.*

Se entiende por orden de transferencia la instrucción incondicional dada por un participante a través de un sistema de compensación y liquidación de valores para que se efectúe la entrega de un valor o valores, o de determinada cantidad de fondos a un beneficiario designado en dicha instrucción.

Para efectos de esta ley, se entiende que una orden de transferencia ha sido aceptada cuando ha cumplido los requisitos y controles de riesgo establecidos en los reglamentos del respectivo sistema de compensación y liquidación, adoptados conforme a las disposiciones pertinentes. Tales reglamentos deberán ser aprobados por la Superintendencia de Valores.

Parágrafo 1.° Una vez una orden de transferencia haya sido aceptada por el sistema de compensación y liquidación en los términos señalados en esta ley, los valores y los fondos respectivos no podrán ser objeto de medidas judiciales o administrativas, incluidas las medidas cautelares, órdenes de retención o similares, así como las derivadas de normas de naturaleza concursal, de toma de posesión, disolución, liquidación, o acuerdos globales de reestructuración de deudas, que tengan por objeto prohibir, suspender o de cualquier forma limitar los pagos que deban efectuarse a través de dicho sistema. Las órdenes de transferencia aceptadas, los actos necesarios para su cumplimiento y las operaciones que de aquellas se derivan no podrán impugnarse, anularse o declararse ineficaces. Estas medidas sólo surtirán sus efectos respecto a órdenes de transferencia no aceptadas a partir del momento en que sean notificadas al administrador del sistema de acuerdo con las normas aplicables. En el caso de medidas derivadas de normas de naturaleza concursal, de toma de posesión, disolución, liquidación, o acuerdos globales de reestructuración de deudas, dicha notificación deberá hacerse de manera personal al representante legal del administrador del sistema.

Parágrafo 2.° Lo dispuesto en este artículo se entiende sin perjuicio de las acciones que puedan asistir al agente especial, el liquidador, los órganos concursales, a las autoridades pertinentes o a cualquier acreedor para exigir, en su caso, las indemnizaciones que correspondan o las responsabilidades que procedan, por una actuación contraria a derecho o por cualquier otra causa, de quienes hubieran

realizado dicha actuación o de los que indebidamente hubieran resultado beneficiarios de las operaciones realizadas.

Parágrafo 3.° Lo previsto en el presente artículo será aplicable a las operaciones que se efectúen tanto en el mercado mostrador como a [*sic*] las que se realicen en los sistemas de negociación de valores, a partir del momento en que hayan sido aceptadas por el sistema de compensación y liquidación (resaltado fuera de texto original).

Artículo 11. *Garantías entregadas por cuenta de los participantes*. Las garantías entregadas por cuenta de un participante a un sistema de compensación y liquidación de operaciones, sean propias o de un tercero, que estén afectas al cumplimiento de operaciones u órdenes de transferencia aceptadas por el sistema, así como de la compensación y liquidación que resulten de estas, *no podrán ser objeto de reivindicación, embargo, secuestro, retención u otra medida cautelar similar, administrativa o judicial, hasta tanto no se cumplan enteramente las obligaciones derivadas de tales operaciones u órdenes*.

Los actos por virtud de los cuales se constituyan, incrementen o sustituyan las garantías a que hace referencia el inciso anterior serán irrevocables y no podrán impugnarse, anularse o declararse ineficaces.

Las garantías entregadas por cuenta de un participante en un sistema de compensación y liquidación de operaciones podrán aplicarse a la liquidación de las obligaciones garantizadas aun en el evento en que el otorgante sea objeto de un proceso concursal o liquidatorio o de un acuerdo de reestructuración. Se entenderá, sin embargo, que el sobrante que resulte de la liquidación de las obligaciones correspondientes con cargo a las citadas garantías será parte del patrimonio del otorgante para efectos del respectivo proceso.
Las garantías a que se refiere el presente artículo se podrán hacer efectivas, sin necesidad de trámite judicial alguno, conforme a los reglamentos del correspondiente sistema de compensación y liquidación de operaciones.

Parágrafo 1.° En el libro de anotación en cuenta podrán inscribirse prendas con o sin tenencia sobre valores y otros negocios jurídicos dirigidos a garantizar o asegurar el cumplimiento de obligaciones.

Parágrafo 2.° Las garantías entregadas al Banco de la República para asegurar el cumplimiento de las operaciones que realice el Banco en cumplimiento de sus

funciones tendrán las prerrogativas establecidas en el presente artículo (resaltado fuera de texto).

Debido a la complejidad de los regímenes jurídicos y de las reglas de los sistemas, normalmente será necesario un debido fundamentado legal para establecer el momento en el que tiene lugar la liquidación definitiva, el cual deberá quedar consignado en el respectivo reglamento de operaciones.

Los sistemas de liquidación deberán permitir que se realicen liquidaciones definitivas de pagos, instrucciones de transferencia u otras obligaciones con claridad y certeza.

5.8. ENTIDADES QUE PRESTAN LOS SERVICIOS DE LIQUIDACIÓN

Las entidades que participan de la liquidación de las operaciones son aquellas encargadas de la administración de los valores[23] y fondos[24]. En Colombia son los depósitos centralizados de valores[25] y el Banco de la República a través de sus cuentas de depósito, banco al que tienen acceso todos los bancos de liqui-

23 Ley 27 de 1990, art. 13: "*De la creación de sociedades administradoras de depósitos centralizados de valores*. Las sociedades que se constituyan, con autorización de la Comisión Nacional de Valores, para administrar un depósito centralizado de valores deberán tener objeto exclusivo y se sujetarán a lo dispuesto en la presente Ley. Facúltase al Gobierno Nacional para crear, en un término de un año contado a partir de la promulgación de la presente Ley, una sociedad que tendrá por objeto exclusivo la administración de un depósito centralizado de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores, en cuyo capital podrán participar las entidades públicas emisoras de valores, las bolsas de valores y las demás personas jurídicas que autorice la Comisión Nacional de Valores".

24 Ley 964 de 2005, art. 19: "*Remisión normativa*. Las transferencias de fondos y/o divisas a través de sistemas de pagos se regirán por las mismas disposiciones aplicables a los sistemas de compensación y liquidación de valores definidos en el presente título, en los términos que reglamenten el Gobierno Nacional y el Banco de la República de acuerdo con sus competencias".

25 Ley 27 de 1990, art. 15: "*De las funciones de las sociedades administradoras*. Las sociedades que administren depósitos centralizados de valores tendrán las siguientes funciones: <1. Numeral derogado por la Ley 964 de 2005, artículo 75. El depósito de los valores inscritos en el Registro Nacional de Valores que les sean entregados.> 2. La administración de los valores que se les entreguen, a solicitud del depositante, en los términos de la presente Ley. 3. La transferencia y la constitución de gravámenes de los valores depositados. 4. La compensación y liquidación de operaciones sobre valores depositados. 5. La teneduría de los libros de registro de títulos

dación y otras entidades de relevancia crítica en el mercado, como los fondos de pensiones, los fondos de inversión y las carteras colectivas.

Estas entidades en un mercado organizado funcionan bajo los siguientes estándares:

• La protección legal debe extenderse a los valores, como a los medios de pago y las garantías asociados.

• Los valores inmovilizados o desmaterializados en depósitos centralizados de valores (art. 16 de la Ley 27 de 1990).

• La anotación en cuenta debe tenerse como un registro único en reemplazo del endoso y la entrega del mundo físico, debe recaer en una entidad centralizadora debidamente habilitada para ello por mandato legal para garantizar la integridad de las operaciones de valores. La protección de los derechos de los emisores y titulares de valores resulta esencial para el correcto funcionamiento de un mercado de valores (art. 12 de la Ley 964 de 2005).

• Debe existir la definición de los principios que rigen la anotación en cuenta, de tal modo que se dicten lineamientos para realizar los registros, que están enunciados en el artículo 12 de la Ley 964 de 2005 y desarrollados en el artículo 2.14.1.1.1, "Principios de la anotación en cuenta", del Decreto 2555 de 2010 (principio de prioridad, tracto sucesivo, buena fe registral, de rogación y de fungibilidad).

• Las condiciones de circulación y la afectación de los valores deberán estar debidamente definidas en la regulación; recuérdese que se trata de documentos asimilados a los títulos valores, y que deben cumplir con todas sus condiciones de seguridad jurídica que inherentes a estos bienes mercantiles por excelencia.

• Inaplicabilidad de la acción cambiaria de regreso sobre valores en depósito centralizado de valores (art. 2.°, "Concepto de valor", par. 5.° de la Ley 964 de 2005).

• Capacidad de globalizar una emisión a través de un macrotítulo (art. 21 de la Ley 27 de 1990).

• Obligación facultativa de restitución o sustitución cuando se trate de valores en soporte físico (art. 21 de la Ley 27 de 1990).

• Los pagos de fondos con cuentas en banca central para evitar riesgos asociados de liquidez y de crédito que pueden converger en un riesgo sistémico.

---

nominativos, a solicitud de las entidades emisoras. 6. Las demás que les autoricen la Comisión Nacional de Valores que sean compatibles con las anteriores".

Cuando la liquidación de fondos ocurre a través de un banco comercial puede generar un incumplimiento en caso de hallarse ante una medida que afecte su funcionamiento normal (intervención de la entidad, por ejemplo). Uno de los objetivos fundamentales de los bancos centrales es proporcionar un activo de liquidación seguro y líquido.

• Interconexión con otras entidades que prestan servicios asociados a los sistemas de compensación y liquidación (art. 12 pará. de la Ley 964 de 2005).

• La certeza legal de los documentos que legitiman. Uno de los retos de la desmaterialización es suplir la función "jurídica y simbólica" que el papel ha adquirido a lo largo del tiempo en el ámbito consuetudinario, jurisprudencial, doctrinario y legal. Así por ejemplo, la legislación tradicional en materia de títulos valores ha establecido una estrecha relación entre el documento físico (base material de papel) y el derecho literal y autónomo que en él se incorpora[26]. Por eso, se debe buscar la forma de reemplazar, a la luz del escenario tecnológico, los efectos y funciones tradicionalmente dados a la tenencia y/o exhibición del documento físico para ejercitar los derechos incorporados en un título valor[27].

Actualmente el artículo 13 de la Ley 964 de 2005[28] establece el alcance probatorio de los certificados, respaldado por el reciente Código General del Proceso, artículos 243 y 244[29].

---

26 Desde la expedición de la Ley 27 de 1990 nuestra legislación se ha ido apartando de los postulados tradicionales en materia de títulos valores, acercándose a la noción del título valor electrónico.

27 Sweet y Maxwell, *Encyclopaedia of Information Technology Law*, vol. 1, t. 1, p. 5640.

28 Ley 964 de 2005, art. 13: "*Valor probatorio y autenticidad de las certificaciones expedidas por los depósitos centralizados de valores.* En los certificados que expida un depósito centralizado de valores se harán constar los derechos representados mediante anotación en cuenta. Dichos certificados prestarán mérito ejecutivo pero no podrán circular ni servirán para transferir la propiedad de los valores. Asimismo, corresponderá a los depósitos centralizados de valores expedir certificaciones que valdrán para ejercer los derechos políticos que otorguen los valores".

29 Art. 243 CGP: "Son documentos los escritos, impresos, planos, dibujos, cuadros, mensajes de datos, fotografías, cintas cinematográficas, discos, grabaciones magnetofónicas, videograbaciones, radiografías, talones, contraseñas, cupones, etiquetas, sellos y, en general, todo objeto mueble que tenga carácter representativo o declarativo, y las inscripciones en lápidas, monumentos, edificios o similares.

Los documentos son públicos o privados. Documento público es el otorgado por el funcionario público en ejercicio de sus funciones o con su intervención. Así mismo, es público el documento otorgado por un particular en ejercicio de funciones públicas o con su intervención. Cuando consiste en un escrito autorizado o suscrito por el respectivo funcionario, es instrumento público;

REFERENCIAS

ASOBANCARIA, Informe Trimestral de Inclusión Financiera, primer trimestre de 2011.

BAZELON, DAVID, *The Paper Economy*, New York, Random House, 1962.

BERNASCONI, CHRISTOPHE y HARRY C. SIGMAN, *Convenio de La Haya sobre la ley aplicable a ciertos derechos sobre valores tenidos en un intermediario*, 2006.

Börse Group – Clearstream International, Executive summary.

Comité de Sistemas de Pago y Liquidación, Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores, Principios para las infraestructuras del mercado financiero, disponible en: https://www.bis.org/cpmi/publ/d94_es.pdf

Convenio de La Haya sobre la ley aplicable a ciertos derechos sobre valores depositados en un intermediario.

Cross-Border Equity Trading, Clearing and Settlement in Europe, White Paper, Deutsche.

Encuesta y Estudio Comparativo de Legislación y Normas de Países Miembros de ACSDA.

European Central Bank, "Governance of Securities Clearing and Settlement Systems", D. RUSSO, T. HART, M. C. MALAGUTI y C. PAPATHANASSIOU, Occasional Paper Series, n.° 21, October 2004.

---

cuando es autorizado por un notario o quien haga sus veces y ha sido incorporado en el respectivo protocolo, se denomina escritura pública".
Art. 244 CGP: "Es auténtico un documento cuando existe certeza sobre la persona que lo ha elaborado, manuscrito, firmado, o cuando exista certeza respecto de la persona a quien se atribuya el documento.
"Los documentos públicos y los privados emanados de las partes o de terceros, en original o en copia, elaborados, firmados o manuscritos, y los que contengan la reproducción de la voz o de la imagen, se presumen auténticos, mientras no hayan sido tachados de falsos o desconocidos, según el caso.
"También se presumirán auténticos los memoriales presentados para que formen parte del expediente, incluidas las emanadas, sus contestaciones, los que impliquen disposición del derecho en litigio y los poderes en caso de sustitución. Así mismo se presumen auténticos todos los documentos que reúnan los requisitos para ser título ejecutivo.
"La parte que aporte al proceso un documento, en original o en copia, reconoce con ello su autenticidad y no podrá impugnarlo, excepto cuando al presentarlo alegue su falsedad. Los documentos en forma de mensaje de datos se presumen auténticos.
"Lo dispuesto en este artículo se aplica en todos los procesos y en todas las jurisdicciones".

FERRERA, RALPH C. y KALLMAN, JONATHAN, *Tendencia hacia la eliminación de los certificados en el derecho norteamericano*, GOODE, ROY, HIDEKA KANDA y KARL KREUZER, with assistance of Christophe Bernasconi Explanatory Report, Hague Securities Convention.

Group of Thirty, "Clearing and Settlement. A Plan of Action", Washington, 2003.

MAESTRE, RAÚL JAIME, "Qué es el FinTech, definición, sectores y ejemplos de startups", disponible en: https://www.iebschool.com/blog/que-es-fintech-finanzas/

MSCI Global Market Accessibility Review, June 2010, disponible en: http://www.mscibarra.com/products/indices/international_equity_indices/gimi/stdindex/2010_MSCI_Global_Market_Accessibility_Review.pdf

Principios para las infraestructuras del mercado financiero, abril de 2012, disponible en: www.bis.org

SWEET y MAXWELL, *Encyclopedia of Information Technology Law*, vol. 1, marzo de 1999.

The European Post-Trade Market, An Introduction, White Paper, Deutsch Börse Group.

The Giovannini Group, Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European, The Giovannini Group, Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements, Brussels, April 2003.

The US Model for Clearing and Settlement, An Overview of DTCC, The Depository Trust & Clearing Corporation, 2007.

Unidroit 2006, Study LXXVIII, SEM. 3, Unidroit Seminar on Intermediated Securities, Paris, France, 31 January-1st February 2006.

Unidroit. Study 78 Intermediated Securities.

www.iosco.org

LEYES Y NORMAS

Código General del Proceso.

Decreto 2555 de 2010.

Ley 27 de 1990.

Ley 964 de 2005.

Proyecto de Ley del Mercado Público de Valores, 16 de mayo de 2005, en *Gaceta del Congreso*, n.° 261.

ÉDGAR ELÍAS MUÑOZ JASSIR*
SEBASTIÁN ZAPATA VEIRA**

Fondos de inversión colectiva

¿Qué es un fondo de inversión?, ¿qué es un fondo de inversión colectiva?, ¿para qué sirven dichos vehículos, por qué son importantes, cómo funcionan, cuáles son sus riesgos y cuál su regulación en Colombia? El presente capítulo responde estas preguntas.

Los fondos de inversión son un tipo de inversionista institucional, es decir, aquel participante de los mercados bursátiles o extrabursátiles que transa grandes volúmenes de títulos, valores y/u otros activos[1]. Esos grandes volúmenes de capital de trabajo de los fondos de inversión pueden provenir de unos pocos beneficiarios, pero también pueden ser recursos captados masivamente del público. Sobre la base de características, pueden ser definidos como importantes agentes del mercado dedicados a la "administración profesional de activos en favor de una pluralidad de individuos"[2].

Esta pluralidad de individuos cuyos activos son administrados puede integrarse por inversionistas o beneficiarios finales con naturaleza, objetivos, aversión o propensión al riesgo y horizontes de inversión distintos. En consecuencia, el enfoque regulatorio que recae sobre los fondos de inversión puede

---

* Abogado, LLM, MBA, con más de 15 años de experiencia en temas relacionados con inversiones, derecho corporativo, bancario y de valores, banca de inversión, fondos de inversión y fondos de capital privado, operaciones de tesorería y negociación contractual de créditos sindicados con bancos nacionales, internacionales y otras instituciones. Posgraduado en Derecho Administrativo, Financiero y del Mercado de Capitales. Se ha desempeñado tanto en el sector público como en el privado y ha estado vinculado a firmas de abogados locales e internacionales, así como a Citibank, Banco Davivienda y el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, entre otros. Ha sido secretario general y miembro de junta directiva de entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia, miembro del tribunal disciplinario del Autorregulador del Mercado de Valores y miembro de comités de vigilancia de fondos de capital privado. Socio de la firma de abogados Muñoz Aya Legal.

** Abogado con amplia experiencia en inversiones y operaciones de tesorería de entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia. Se ha desempeñado como abogado en importantes firmas de abogados locales, en la Corporación Financiera Colombiana y en Colfondos Pensiones y Cesantías. Es miembro del Observatorio de Derecho Financiero y del Mercado de Valores de la Universidad Externado de Colombia. Es autor y coautor de publicaciones en temas bancarios, de *hedge funds* y fondos de capital privado. Ha sido ganador del Concurso Arquitectos del Mercado de Capitales, por su propuesta regulatoria para dinamizar el mercado público de valores de Colombia.

1 *Black's Law Dictionary*, *West-Thomson Reuters Business*, 9.ª ed., 2009.

2 BASILE, IGNAZIO y FERRARI, PIERPAOLO. *Asset Management and Institutional Investors*, Springer International, 2016, p. 4.

resultar heterogéneo, y no existe un único conjunto de normas que reglen los fondos de inversión.

Adicionalmente, también existen otros inversionistas institucionales que administran recursos de una pluralidad de individuos con diferentes características entre sí. Debido a lo anterior, los regímenes aplicables no son iguales, por ejemplo, para un fondo de inversión soberano, un fondo de pensiones o un fondo de inversión.

TABLA 1. ROL DE LOS INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES SEGÚN EL INVERSIONISTA O BENEFICIARIO FINAL

	Horizonte de inversión	*Misión*	*¿Puede aumentar el riesgo para buscar mayor rentabilidad?*
Fondos de pensiones	Largo	Pensiones que permitan mantener la misma calidad de vida en la vejez	Hay segmentación por perfil de riesgo y por quiénes están cerca a pensionarse
Fondos de inversión	Según reglamento (largo o corto)	Mayor valor de la inversión	Sí
Fondos soberanos	Depende	Estrategias públicas sectoriales y/o mayor valor de la inversión	Sí

Fuente: elaboración propia.

Con excepción de Estados Unidos, donde algunos fondos de inversión tienen la finalidad de proporcionar recursos adicionales para la pensión de vejez[3], los fondos de inversión –en general– son vehículos o productos financieros que permiten canalizar excedentes de liquidez de múltiples individuos, con el único fin de generar mayor riqueza.

3 En particular, los *mutual funds* son muy populares como mecanismo de ahorro e inversión para la vejez en Estados Unidos. Su nicho de mercado son las personas naturales de ingresos medios, pues las personas ancianas de bajos recursos tienen como fuente principal de ingresos el Social Security. A pesar de su importante rol como mecanismo de ahorro e inversión para la vejez, los *mutual funds* no otorgan beneficios definidos, pues el sistema está construido sobre el esquema de contribuciones definidas (una cuenta cuyos recursos son finitos). En Estados Unidos, los *mutual funds* también son populares como mecanismo de ahorro e inversión para fines educativos. Ver: HOLDEN, SARAH. "The role of mutual funds in retirement and education savings", en BAKER, KENT, FILBECK, GREG y KIYMAZ, HALIL, *Mutual Funds and Exchange-traded Funds*, Oxford, 2016, pp. 44-45.

En Colombia, los fondos de inversión se conocen como "fondos de inversión colectiva" (FICs). Para la Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera (URF) del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, los FICs son la "apuesta más importante para canalizar recursos del retail"[4] hacia el mercado de valores. Lo anterior, sin olvidar que los FICs también son ampliamente usados por personas jurídicas y por grandes inversionistas. Todo ello en un contexto en el que los establecimientos de crédito pierden preponderancia como mecanismo de ahorro, inversión y financiación de cara a otras alternativas de manejo de recursos[5].

Los fondos de inversión son simultáneamente un inversionista institucional y un activo *per se*. En esta obra se decidió dedicar un capítulo especial a los FICs en Colombia, pues su potencial como vehículo de ahorro e inversión de personas naturales y de personas jurídicas es promisorio; a la vez, los FICs se pueden transformar en importantes agentes de financiación en las emisiones del mercado de valores, canalizando profesionalmente los ahorros masivos del público hacia dicho mercado.

En el presente capítulo, en primer lugar, se analiza qué son los fondos de inversión y cuál es su rol como producto financiero. Seguidamente, se examinan los principales tipos de fondos de inversión y en qué aspectos prácticos se diferencian los unos de los otros.

Acto seguido se ilustra el funcionamiento organizacional de un fondo de inversión en el exterior y en Colombia, lo que sirve para comprender las actividades, intervinientes y regulaciones aplicables en el desarrollo de operaciones de los FICs. Así mismo, se repasan las reglas que rigen el proceso de inversión de estos vehículos, junto con los conflictos de interés que pueden surgir.

Finalmente, se mencionan otros aspectos de interés general sobre los FICs, con especial énfasis en algunas cifras y el posible porvenir de la industria.

La preocupación central del capítulo es proveer al lector de una comprensión básica pero sólida sobre los FICs. La necesaria limitación de la extensión del texto no obsta para que se busque despertar en el lector la curiosidad sobre aspectos ulteriores de los diferentes temas.

4 DAVID SALAMANCA, director de la URF. Ponencia en el evento "Profundización del mercado de capitales en Colombia", ANIF-Centro de Estudios Económicos, CAF-Banco de Desarrollo de América Latina y Bolsa de Valores de Colombia, 6 de septiembre de 2017.

5 BASILE y FERRARI. *Asset Management and Institutional Investors*, cit., p. 12.

1. FONDOS DE INVERSIÓN

Los fondos de inversión (*investment funds*) son un producto de administración profesional de activos de manera colectiva (que en sí mismos constituyen otro activo). Sus orígenes se remontan a finales del siglo XVIII, independientemente de la denominación de entonces[6]. Son vehículos constituidos mediante la captación de activos (fundamentalmente efectivo) aportados por una pluralidad de personas, jurídicas o naturales, que suelen no tener ninguna relación previa entre sí. Posteriormente, los recursos son invertidos de forma conjunta y cada inversionista individual posee un interés a través de la participación en el fondo. Los resultados, positivos o negativos, y los costos son compartidos entre todos los inversionistas[7].

2. ECONOMÍAS DE ESCALA, DIVERSIFICACIÓN EN EL MERCADO DE VALORES Y ADMINISTRACIÓN PROFESIONAL DE RECURSOS

Pensemos en alguien que conforma con mucho esfuerzo unos ahorros con los excedentes de sus salarios, luego de suplir sus necesidades básicas y cumplir sus compromisos. Si tal persona quiere invertir en el mercado de valores podría invertir en un solo emisor de acciones y, en el mejor de los casos, en algunos pocos emisores (si cuenta con suficientes recursos). En los anteriores casos se estaría concentrando demasiado riesgo.

No obstante, la persona de nuestro ejemplo también podría invertir en un fondo de inversión, con muchas otras personas que se asemejen a ella.

Los fondos de inversión permiten realizar inversiones diversificando eficientemente el riesgo, lo cual se logra al contar con mayores recursos gracias a la canalización común de miles de inversionistas, y al ser administrados por personas con experiencia en el mercado[8].

6 GROHOWSKI, ROBERT y COLLINS, SEAN. "The structure and regulation of mutual funds", en BAKER, FILBECK y KIYMAZ, *Mutual Funds and Exchange-traded Funds*, cit., p. 66.

7 THOMPSON, JOHN y MOK CHOI, SANG. *Governance Systems for Collective Investment Schemes in OECD Countries*, OECD, 2001, p. 4; y BASILE y FERRARI. *Asset Management and Institutional Investors*, cit., p. 33 y artículo 3.1.1.2.1 del Decreto 2555 de 2010.

8 WEILER, SIMON. "Dynamics of Cross-Border Flow-Performance Relationships – The Case of European Equity (UCITS) Funds", Master's Thesis, University of Applied Sciences (BFI) Vienna, 2014, publicada por Springer Gabler, 2015, p. 17; HASLEM, JOHN A. *Mutual Funds: Portfolio*

Énfasis n.° 1

La "Teoría moderna del portafolio", aún vigente en sus raíces, se fundamenta en los postulados expuestos por Harry Markowitz en 1952. Sobre tales postulados, "el objetivo primordial de la inversión: la maximización del retorno esperado, [se persigue] mientras que se minimiza el riesgo"[1].

La finalidad de minimizar el riesgo es que la variabilidad del retorno sea la menor posible, esto mediante la construcción de un portafolio en lugar de invertir en un solo activo. Sin embargo, se aclara que dicho portafolio no debe necesariamente estar construido por el mayor número de activos, sino por aquellos que estén descorrelacionados entre sí (diversificación eficiente), de modo que se tome el menor nivel de riesgo con base en el nivel de retorno esperado[2].

1 SIRONI, PAOLO. *Modern Portfolio Management: From Markowitz to Probabilistic Scenario Optimisation*, Risk Books, 2015, p. 4; y ver asimismo pp. 105-107.

2 MEDINA, LUIS ÁNGEL. "Aplicación de la Teoría del Portafolio en el mercado accionario colombiano", *Cuadernos de Economía*, vol. XXXII, n.° 39, 2003, p. 131.

Por último, si nuestro inversionista decide invertir en un fondo de inversión en vez de hacerlo directamente, asumiría los costos de manera común con los demás miembros de dicho fondo, por lo que accedería a un servicio profesional de asesoría y gestión financiera más económico[9]. Además, podrá usar su tiempo libre en lo que más le plazca, pues no tendría que ocuparse de tareas administrativas, ni de la selección o del de monitoreo de las inversiones. Todo lo anterior lo ejecutaría un profesional, de manera más acertada y eficiente[10].

3. TIPOS DE FONDOS DE INVERSIÓN

En Estados Unidos, los fondos de inversión cobijan los *open-end funds*[11] (más conocidos como *mutual funds*), los *closed-end funds*, los *private equity funds* y

Structures, Analysis, Management, and Stewardship. Kolb Series in Finance, John Wiley & Sons, 2010, pp. 38-39.

9 WEILER. "Dynamics of Cross-Border Flow-Performance Relationships – The Case of European Equity (UCITS) Funds", cit., p. 17.

10 GOLD, MARTIN. *Fiduciary Finance – Investment Funds and the Crisis in Financial Markets*, Edward Elgar, 2010, p. 8.

11 Los *exchange-traded funds* son legalmente considerados como *open-end funds*, pero se negocian

los *hedge funds*. En Europa, los fondos de inversión comprenden los *undertakings for collective investment in transferable securities* (UCITS) y los *alternative investment funds* (AIFs)[12]. En la última categoría se encuentran los *private equity funds* y los *hedge funds*[13].

En lo fundamental, todos los fondos de inversión comparten la misma definición. No obstante, pueden ser clasificados desde muchas perspectivas, y la categorización que observa el modo de entrada y salida de los inversionistas es de las más importantes, puesto que de ello depende gran parte del funcionamiento del respectivo fondo. Bajo el anterior criterio, existen los fondos de inversión abiertos (*open-end investment funds*)[14-15] y los fondos de inversión cerrados (*closed-end investment funds*)[16].

3.1. FONDOS DE INVERSIÓN ABIERTOS

En Estados Unidos, los fondos abiertos son conocidos como *mutual funds*[17-18], aclarándose que no corresponden de ninguna manera a la figura que en Colombia se adoptó bajo el nombre de fondos mutuales, entendidos estos últimos como

---

como *closed-end funds*. Ver Investment Company Institute. *2017 Investment Company Fact Book – A Review of Trends and Activities in the Investment Company Industry*, ed. 57, 2017, p. 243.

12 BASILE y FERRARI. *Asset Management and Institutional Investors*, cit., pp. 31-32.

13 SOKOLOWSKA, EWELINA. *The Principles of Alternative Investments Management. A Study of the Global Market*, Springer International, 2016, p. 10.

14 También son denominados "*Collective Investment Schemes*". Ver ST. GILES, MARK; ALEXEEVA, EKATERINA y BUXTON, SALLY. *Managing Collective Investment Funds*, 2.ª ed., John Wiley & Sons, 2003, p. xviii. En Francia, el equivalente de los fondos abiertos se conoce como *Société d'Investissement à Capital Variable* (SICAV).

15 En algunos casos también son denominados *collective investment vehicles*. Sin embargo, este término no es de uso consistente, pues también se ha empleado para aludir a los fondos de inversión cerrados. Ver THOMPSON, JOHN y MOK CHOI, SANG. *Governance Systems for Collective Investment Schemes in OECD Countries*, OECD, 2001, p. 4; BASILE y FERRARI. *Asset Management and Institutional Investors*, cit., p. 32.

16 En Francia, el equivalente de los fondos abiertos se conoce como *société d'investissement à capital fixe* (SICAF).

17 La Securities and Exchange Commission (SEC) define al *mutual fund* con los mismos elementos básicos ya estudiados, es decir, como una entidad "que reúne recursos de varios inversionistas y los invierte en acciones, bonos o instrumentos del mercado monetario y otros títulos o activos o alguna combinación de estos". Ver U.S. Securities and Exchange Commission. *Mutual Funds. A Guide for Investors*, Office of Investor Education and Advocacy, 2007, p. 4, disponible en https://www.sec.gov/investor/pubs/sec-guide-to-mutual-funds.pdf

18 GROHOWSKI y COLLINS. "The structure and regulation of mutual funds", cit., p. 65.

fondos de inversión constituidos con aportes de empleadores y trabajadores para fomentar el ahorro y la inversión de empleados dependientes. En Europa, los fondos abiertos se agrupan bajo la categoría conocida como UCITS. El vehículo equivalente en Colombia se conoce simplemente bajo la denominación FICs de naturaleza abierta.

3.1.1. FUNCIONAMIENTO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN ABIERTOS

La participación en cualquier fondo de inversión abierto es redimible sin mayores restricciones, por ello, representa una inversión líquida. En tal caso, el fondo es el que brinda la liquidez, pues el vehículo redime constantemente las participaciones de sus miembros. A la vez, este tipo de fondo también vende continuamente sus participaciones a los inversionistas.

Ahora bien, un administrador de un fondo de inversión abierto enfrenta particulares retos. Puesto que a los fondos abiertos pueden constantemente ingresar nuevos recursos, uno de los desafíos permanentes es el de encontrar destinos de inversión con una rentabilidad y un riesgo adecuados para el perfil de riesgo del vehículo. De otro lado, existe un riesgo de liquidez para el vehículo que debe ser debidamente administrado, pues la posibilidad en favor de los inversionistas de obtener el dinero invertido a través de una redención de las participaciones (es decir, con los recursos del fondo) casi en cualquier momento, puede llevar a que, para poder cumplir con las solicitudes de redención, sea necesario endeudar al fondo o vender sus activos en momentos y condiciones desfavorables.

La administración de este riesgo de liquidez –entre otros aspectos– implica que los fondos abiertos deban mantener recursos o activos líquidos suficientes destinados de manera ineficiente, lo cual es un costo de transacción que finalmente es asumido por todos los miembros. En general, los fondos abiertos también enfrentan restricciones regulatorias a contraer deuda, y el efectivo se compone principalmente por recursos de capital[19].

En Colombia existen otros mecanismos previstos por la regulación que permiten mitigar este problema de flujos de efectivo en los FICs abiertos, como

---

19 HASLEM, JOHN A. *Mutual Funds. Portfolio Structures, Analysis, Management, and Stewardship*, Kolb Series in Finance, John Wiley & Sons, 2010, pp. 5-7; BASILE y FERRARI. *Asset Management and Institutional Investors*, cit., pp. 36, 42-44.

la suspensión de redenciones[20] y/o pactar periodos de permanencia mínima con los inversionistas, los cuales no impiden la redención pero permiten cobrar penalidades a favor del fondo en caso de su solicitud[21] (como mecanismo de disuasión y de generación de ingresos para el FIC abierto).

La compra y venta de participaciones en los fondos de inversión abiertos se da al *net asset value* del fondo (NAV) (valor actual de los activos neto de pasivos), dividido por el número de participaciones, menos los costos de entrada o salida aplicables.

GRÁFICO 1. NAV

$$\text{NAV de la participación} = \frac{\text{Activos totales del fondo} - \text{Pasivos totales del fondo}}{\text{Número de participaciones del fondo}}$$

Fuente: elaboración propia.

El precio de los activos utilizado para la valoración del fondo debería ser el precio de mercado más reciente[22], y así lo ha entendido la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC), pues requiere que el valor de los fondos abiertos y de las respectivas participaciones se determine de manera diaria[23].

Lo anterior tiene por objeto evitar un injusto enriquecimiento o destrucción de riqueza para los inversionistas, pues el precio efectivamente pagado por una participación se alejará del valor real de la misma mientras más desactualizada esté la última valoración. Ello puede enriquecer a los viejos inversionistas a costa de los nuevos, o esfumar la riqueza de los inversionistas que permanecen en el fondo a favor de quienes se retiran. En Colombia, precisamente, las redenciones se pagan con base en el valor de la participación en el día de solicitud[24].

20 Artículos 3.1.1.7.3 y 3.1.1.9.5 (4)(f) del Decreto 2555 de 2010. La suspensión también puede ocurrir en los FICs cerrados. La decisión puede ser tomada por la junta directiva de la sociedad administradora, de conformidad con lo establecido en el reglamento del FIC. También, la decisión puede ser adoptada por la asamblea de inversionistas, siempre y cuando los eventos de suspensión estén contemplados en el reglamento.

21 Artículo 3.1.1.2.3 del Decreto 2555 de 2010.

22 St. Gilles, Mark, Alexeeva, Ekaterina y Buxton, Sally. *Managing Collective Investment Funds*, 2.ª ed., John Wiley, 2003, pp. 133-134.

23 Superintendencia Financiera de Colombia. Circular Básica Contable y Financiera, Capítulo XI, (1).

24 Artículo 3.1.1.7.2 del Decreto 2555 de 2010.

3.2. FONDOS DE INVERSIÓN CERRADOS

El vehículo equivalente en Colombia se reconoce simplemente bajo la denominación FIC de naturaleza cerrada.

3.2.1. FUNCIONAMIENTO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN CERRADOS

En general, los fondos de inversión cerrados se caracterizan por una menor liquidez para el inversionista. Por regla general, la venta de la participación en el fondo no se realiza con el mismo vehículo.

Por ejemplo, en Colombia el régimen regulatorio previó que la obligación de redimir las participaciones solo es exigible al final de la vida del fondo (a menos que se hayan creado ventanas de redención durante el plazo de vida del vehículo)[25]. La monetización de la inversión en los fondos cerrados se realiza entonces con inversionistas ya dentro o fuera del fondo, en el mercado secundario, si es que ello no está prohibido, o si no hay muchas condiciones particulares para el ingreso de nuevos miembros según las normas internas del fondo.

Localmente, la valoración de los FICs cerrados se debe realizar de la misma forma aplicable para los FICs abiertos[26]. Sin embargo, en cualquier fondo cerrado la participación se puede terminar enajenando por debajo (*at a discount*) o por encima (*at a premium*) del NAV, pues su valor depende de la oferta y la demanda en el mercado secundario[27-28].

GRÁFICO 2. DISTANCIA CON EL NAV EN LAS PARTICIPACIONES EN UN FONDO DE INVERSIÓN CERRADO

$$D = \frac{\text{NAV} - \text{Valor de mercado}}{\text{NAV}}$$

D: diferencia porcentual entre el NAV y el valor de mercado por participación.

Fuente: Anderson, Seth, Born, Jeffery y Schnusenberg, Oliver. *Closed-end funds, exchange-traded funds, and hedge funds. Origins, functions, and literature*, Springer Science, 2010, p. 5.

25 Artículo 3.1.1.2.4 del Decreto 2555 de 2010.

26 Superintendencia Financiera de Colombia. Circular Básica Contable y Financiera, cap. XI, (2).

27 Faerber, Esmé. *All about Bonds, Bond Mutual Funds and Bond ETFs*, 3.ª ed., McGraw-Hill Professional, 2009, p. 290.

28 Madlem y Sykes. *The International Encyclopedia of Mutual Funds, Closed-end Funds and REITs*, cit., p. 235.

La liquidez de las participaciones, sin embargo, puede aumentarse significativamente si las mismas son listadas en una bolsa de valores. En el caso colombiano, los derechos de participación en FICs cerrados estarán representados en documentos que tendrán la calidad de valor, que podrán estar inscritos o no en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) si así lo dispone el reglamento, y adicionalmente podrán negociarse en bolsa[29].

En los fondos cerrados el número de unidades de participación y el total de capital comprometido en el vehículo permanecen inalterados. De tal modo, los activos del fondo solo crecen/decrecen en función del comportamiento de las inversiones, no del ingreso o retiro de inversionistas.

Sin embargo, los fondos cerrados pueden funcionar como algunas sociedades comerciales, donde se puede suscribir determinado capital pero el mismo permanece pendiente de pago, por un tiempo. En los fondos cerrados esto se previó para evitar la destinación improductiva de recursos, soliéndose obligar a los inversionistas a suscribir incondicionalmente participaciones adicionales a través de llamados a hacer aportes. Estos requerimientos o llamados se efectúan de acuerdo con las necesidades y el cronograma de inversión del FIC[30].

De otra parte, puesto que el fondo no redime las participaciones de los inversionistas, el vehículo tiene una exposición reducida al riesgo de liquidez, lo que le permite realizar inversiones ilíquidas y/o a mayor plazo. Esto también le evita al fondo verse en la necesidad de liquidar inversiones a precios desfavorables solamente para atender redenciones. Las anteriores razones han conducido además a permitir que este tipo de fondos pueda endeudarse en una mayor proporción que los fondos abiertos[31].

En último lugar, es importante mencionar que el eventual retiro masivo de inversionistas en los fondos abiertos permite castigar en cualquier momento al administrador del vehículo por su mal desempeño, pues la posibilidad de redimir la participación prácticamente en cualquier momento es una amenaza constante. En los fondos cerrados (sin perjuicio de otras alternativas) este constante incentivo de disciplina no existe[32].

29 Artículo 3.1.1.6.4 del Decreto 2555 de 2010.

30 Parágrafo 1 del artículo 3.1.1.6.1 del Decreto 2555 de 2010.

31 HASLEM. *Mutual Funds. Portfolio Structures, Analysis, Management, and Stewardship*, cit., pp. 5-7; BASILE y FERRARI. *Asset Management and Institutional Investors*, cit., p. 36.

32 DEL GUERCIO, DIANE, DANN, LARRY y PARTCH, MEGAN. "Governance and Boards of Directors in Closed-End Investment Companies", *Journal of Financial Economics*, 69, 2003, p. 115.

3.3. *PRIVATE EQUITY FUNDS* Y *HEDGE FUNDS*

Los *private equity funds* (fondos de capital privado) y los *hedge funds* (fondos de cobertura) tienen un nicho de mercado orientado a captar recursos de pocos inversionistas con altos montos de inversión[33]; de otra parte, la destinación de los recursos de estos fondos ocurre bajo estrategias diferentes a los modelos de inversión más simples de los demás vehículos. Puesto que consiguen compartir algunas características con los fondos de inversión cerrados y abiertos[34], respectivamente, algún sector de la doctrina opina que, legalmente, los fondos de capital privado (FCPs) y los *hedge funds* pueden encajarse dentro del género de los FICs. Por el contrario, un fuerte sector académico y del negocio considera que los fondos de capital privado y los fondos de cobertura merecen un análisis separado, por lo cual se mencionarán sólo brevemente.

Tanto los fondos de capital privado (FCPs) como los fondos de cobertura pueden operar en un ambiente con menores restricciones regulatorias, y la protección legal de la que disfruta un inversionista que participe en estos fondos es menor.

La diferencia en la estrategia de inversión de los FCPs y los fondos de cobertura, respecto de los demás fondos de inversión, está marcada por el hecho de que estos dos vehículos invierten en activos o con estrategias que se consideran alternativos; es decir, estrategias o activos fuera del contexto tradicional de las acciones, los bonos, y algunos otros pocos instrumentos participativos o de deuda[35]. El objetivo es obtener diversificación invirtiendo en activos con comportamiento descorrelacionado de los activos financieros tradicionales[36].

Tanto en Estados Unidos como en Europa, los FCPs y los fondos de cobertura tienen un régimen similar entre sí, pero diferente de los demás fondos de inversión. Con todo, tras la última crisis financiera, los administradores

33 CUMMING, DOUGLAS. *Private Equity: Fund Types, Risks and Returns, and Regulation*, John Wiley & Sons, 2010, pp. 336-337.

34 HUDSON, MATHEW. *Funds. Private Equity, Hedge and All Core Structures*, Wiley Finance Series, 2014, p. 297.

35 SOKOLOWSKA, EWELINA. *The Principles of Alternative Investments Management. A Study of the Global Market*, Springer International, 2016, pp. 4-5, 8; BAKER, KENT, FILBECK, GREG y KIYMAZ, HALIL (eds.). *Private Equity. Opportunities and Risks*, Financial Markets and Investments Series, New York, Oxford University Press, 2015, p. 169.

36 HUDSON. *Funds. Private Equity, Hedge and All Core Structures*, cit., p. 1; SOKOLOWSKA. *The Principles of Alternative Investments Management*, cit., pp. 1-6, 18-19, 55.

de dichos fondos enfrentan nuevas y más estrictas normas[37]: la *Dodd-Frank Act* en Estados Unidos y la *Alternative Investment Fund Managers Directive* (AIFMD) en Europa, las cuales tienden a converger hacia el régimen de los mutual o *UCITS' funds*.

En Colombia, el régimen general de los FICs aplica a los FCPs, mientras que los fondos de cobertura no son tratados por la regulación actual. Sin embargo, se reitera que los FCPs y los fondos de cobertura no son abordados en este capítulo, pues si bien son vehículos de inversión común, merecen un estudio en un espacio separado. De hecho, vale mencionar que en Colombia se ha presionado[38] para actualizar y crear un régimen independiente para los FCPs que se distancie del régimen de los FICs[39].

3.4. *EXCHANGE TRADED FUNDS*

Los *exchange traded funds* (fondos bursátiles) (más conocidos como ETFs) también son vehículos de inversión colectiva; pero en estricto sentido, no son fondos cerrados ni abiertos[40].

La diferencia con los fondos de inversión previamente comentados radica en que la estrategia de inversión de un ETF consiste en seguir en parte o en replicar en su totalidad el comportamiento de un índice de activos; es decir, una canasta que agrupa diferentes tipos de activos que comparten características comunes, como la industria de los emisores o su jurisdicción de incorporación, entre otras. Para el anterior efecto, el portafolio del ETF se conforma parcial o totalmente por los activos que lleguen a pertenecer al índice.

37 ZAPATA VEIRA, SEBASTIÁN. "Inversionistas institucionales en inversiones alternativas y el desarrollo del mercado público de valores", en BENJUMEA BETANCUR, JOSÉ YESID y HERRERA OSORIO, FREDY ANDREI, *Estudios sobre el mercado de valores*, Universidad El Bosque, 2017, pp. 309-313; BASILE y FERRARI. *Asset Management and Institutional Investors*, cit., pp. 335-336.

38 ColCapital – Asociación Colombiana de Fondos de Capital Privado. "Reporte de Gestión de la Asociación Colombiana de Fondos de Capital Privado de 2016", p. 10, disponible en: http://www.colcapital.org/wp-content/uploads/2017/02/ColCapital-Informe-de-Gesti%C3%B3n-2016-compressed.pdf Última consulta: 21 de octubre de 2017.

39 OVALLE GALINDO, JUAN DAVID. "La estática regulación de los fondos de capital privado (private equity) en Colombia: propuestas de mejora normativa al Decreto 1242 de 2013 y demás leyes complementarias", *Revista de Derecho Privado*, n.° 52, julio-diciembre de 2014, Universidad de los Andes, pp. 14-15.

40 Estos fondos son legalmente considerados como open-end funds, pero se negocian como closed-end funds. Ver Investment Company Institute. *2017 Investment Company Fact Book*, cit., p. 243.

El principal beneficio para el inversionista es obtener una exposición altamente diversificada a una industria, a un país, región o a otro factor (dependiendo del criterio de conformación del índice).

Dada la estrategia de inversión, generalmente las creaciones de participaciones y la redención de las mismas ocurre en especie, pues se otorgan activos a cambio de una participación en el fondo y viceversa. Sin embargo, también se puede aportar o redimir en dinero (según las normas internas del fondo).

Cuando se trate de un aporte en especie, este convierte en "unidades de creación" compuestas por algunos o todos los activos que conforman el índice de seguimiento o réplica respectivo (teniendo en cuenta su ponderación dentro del índice). Luego, la unidad de creación se traduce en participaciones en el ETF, según la relación de equivalencia prevista en el reglamento.

A causa de las diferencias de funcionamiento de un ETF respecto de otros vehículos de inversión, el régimen aplicable a los ETFs es uno propio que no será objeto de revisión en este capítulo. A los ETFS solamente les corresponde observar las reglas previstas para los FICs en los aspectos más generales, como en los principios de administración, reglas de constitución y mercadeo[41].

4. ESTRUCTURA ORGANIZACIONAL DE UN FONDO DE INVERSIÓN

Globalmente, la constitución de fondos de inversión se ha materializado a través de tres estructuras organizacionales básicas. La primera es una estructura contractual entre los inversionistas y el administrador del vehículo, en la cual se entregan los aportes de los inversionistas al administrador sin que el fondo se edifique como una persona jurídica independiente. No obstante, no existe confusión con el patrimonio del administrador, pues el vehículo goza de separación con los activos y pasivos del administrador del vehículo.

Una segunda estructura implica el levantamiento de un patrimonio autónomo constituido con recursos de destinación específica (*unit investment trusts*, UITs), creado solo en favor de los beneficiarios de dicho patrimonio.

Finalmente, la tercera estructura empleada da nacimiento al fondo como una sociedad comercial. Los fondos que se erigen como sociedades son conocidos

41 HASLEM. *Mutual Funds. Portfolio Structures, Analysis, Management, and Stewardship*, cit., pp. 104, 119, 130, 265, 270, y artículos 3.4.1.1.1-3.4.1.1.5 y 3.4.1.1.6, 3.4.1.1.12 del Decreto 2555 de 2010.

como *open-end investment companies* (*mutual funds*) o *closed-end investment companies*, según se trate de fondos abiertos o cerrados, respectivamente. Los inversionistas del vehículo son accionistas[42].

Los UITs no son tan comunes. El uso de la estructura contractual es usual en Europa (sin ser la única empleada allí). Entre tanto, en Estados Unidos, la estructura societaria es la más adoptada a través del establecimiento de *investment companies*[43].

En todo caso, bajo las tres estructuras organizacionales señaladas, en la operación de un fondo de inversión existe cierto nivel de especialización de funciones. En sus aspectos más básicos se puede esbozar el funcionamiento de cualquier fondo de inversión con las siguientes actividades e intervinientes.

TABLA 2. FUNCIONAMIENTO BÁSICO DE UN FONDO DE INVERSIÓN: ACTIVIDADES Y SUS PRINCIPALES AGENTES

Funcionamiento básico[44]	
Administrador del fondo (*management company*)	Función principal: constitución y administración de la relación con los inversionistas del fondo. Si no es contratado con un tercero, el administrador también adelanta las funciones de inversión y gestión de las inversiones.
Custodio (*custodian o depositary institution*)	Función principal: salvaguardar los activos del fondo. Sigue las instrucciones del administrador (*management company*) a menos que estén en conflicto con las normas aplicables. También lleva el registro de movimientos y adelanta funciones de verificación y monitoreo sobre las operaciones del fondo y sus activos.
Distribuidor (*distributor*)	Función principal: promoción de las unidades del fondo.

Fuente: elaboración propia, con base en BASILE, IGNAZIO y FERRARI, PIERPAOLO. *Asset Management and Institutional Investors*, Springer International, 2016, pp. 34-35.

En la misma línea, en Estados Unidos los fondos funcionan con varios niveles de intervinientes y actividades, aunque los mismos sean constituidos mayoritariamente como sociedades. En otras palabras, los fondos constituidos en este país funcionan compartiendo características elementales con los demás fondos

42 BASILE y FERRARI. *Asset Management and Institutional Investors*, cit., p. 32.

43 The Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). "Governance Systems for Collective Investment Schemes in OECD Countries", Financial Affairs Division, 2001, Ocassional Paper N. 1, p. 14.

44 BASILE y FERRARI. *Asset Management and Institutional Investors*, cit., pp. 34-35.

de inversión, por lo que la estructura de constitución no afecta el modelo de especialización de funciones que predomina a nivel global.

TABLA 3. FUNCIONAMIENTO DE UNA *INVESTMENT COMPANY* Y SUS PRINCIPALES AGENTES

Funcionamiento de una investment company versus el resto de sociedades
En Estados Unidos, los fondos abiertos funcionan con personal externo (a diferencia del resto de las sociedades). El fondo es generalmente constituido por un *sponsor*, que usualmente coincide con el *investment adviser* del vehículo. Los *underwriters* son los encargados de colocar y vender las acciones del fondo. Mientras tanto, el *adviser* del fondo –sea o no el *sponsor*– es el contratado como el responsable de tomar las decisiones de inversión del vehículo, quien, además del contrato que lo rige, debe cumplir con la regulación existente. El vehículo cuenta con una junta directiva elegida por los accionistas, la cual representa los intereses de los mismos, supervisando la administración del fondo. Igualmente, para protección de los accionistas, el fondo contrata también los servicios de un *custodian*, cuya función principal es salvaguardar los activos del vehículo. Finalmente, el fondo cuenta con los servicios de un *transfer agent*, quien principalmente lleva los registros de las cuentas de los accionistas y distribuye a aquellos los rendimientos[45-46]. Este esquema de funcionamiento con intervinientes externos puede ser compartido por los fondos cerrados.

Localmente, el vehículo de inversión no se constituye como una sociedad, sino bajo la estructura organizacional contractual. El FIC se rige por un reglamento, un instrumento de naturaleza contractual presentado como contrato de adhesión.

Ahora bien, en Colombia se pueden constituir tanto FICs como familias de FICs. Las familias de fondos son una agrupación de FICs –sin que cada uno pierda su individualidad propia– regidos por un reglamento marco común[47].

Tanto la constitución de FICs no agrupados en familias como la creación de familias de FICs y del primer FIC de la familia deben ser autorizadas por la SFC (los siguientes FICs que se pretenda constituir dentro de una familia ya autorizada no deben surtir de nuevo el trámite)[48]. Para el anterior efecto, la

45 Investment Company Institute. *2017 Investment Company Fact Book*, cit., pp. 245-247.

46 HASLEM. *Mutual Funds. Portfolio Structures, Analysis, Management, and Stewardship*, cit., p. 4.

47 Es importante advertir que no pueden crearse familias de familias de FICs, y que no pueden agruparse en una familia los FICs que realicen operaciones de naturaleza apalancada, de conformidad con el artículo 3.1.1.2.5 del Decreto 2555 de 2010.

48 Artículos 3.1.1.3.2. y 3.1.1.2.5 del Decreto 2555 de 2010.

SFC estudiará, entre otros documentos, los modelos de reglamento del FIC a del reglamento marco de la familia de FICs (de ser el caso)[49-50].

Los aportes de los inversionistas se representan en unidades de participación, que otorgan derechos económicos y políticos de participación en el FIC (sin embargo, los derechos políticos son mucho más restringidos que aquellos con los que cuenta un accionista de una sociedad)[51].

El reglamento siempre puede ser modificado por el administrador del FIC, pero cuando las modificaciones propuestas trastoquen los derechos económicos de los inversionistas se debe obtener autorización previa de la SFC. Los demás cambios al reglamento pueden ser introducidos pero deben ser remitidos a la SFC antes de entrar en vigencia; y aunque ello no impida la aplicabilidad de los cambios, en todo momento la SFC puede solicitar ajustes. En cualquier lugar, y con independencia de la naturaleza del FIC, los inversionistas tendrán además el derecho de solicitar la redención de la participación, sin sanción o penalidad de algún tipo[52].

De otra parte, pueden coexistir diferentes tipos de participaciones en el interior de un mismo FIC, de modo que es dable que existan reglas aplicables disímiles, y por tanto derechos y obligaciones diferentes entre los mismos inversionistas de un vehículo[53].

Lo anterior no era posible hasta el régimen del Decreto 2175 de 2007, debiendo con anterioridad crearse tantos vehículos como fuera necesario, si es que se querían crear términos diferentes para ciertos inversionistas.

Bajo el régimen actual (Decreto 1242 de 2013 y sus modificaciones[54]), tal posibilidad se mantiene a través de:

1. La creación de familias de FICs. En esta situación se elabora y aplica un reglamento general que define reglas comunes a los FICs miembros de la familia, mientras que coexisten reglamentos individuales con reglas más específicas y portafolios de inversiones diferentes.

2. La creación de diferentes tipos de participaciones en el interior de un FIC. En este caso solo existe un reglamento.

3. La creación de compartimentos. En ellos se agrupan inversionistas cobijados por términos homogéneos dentro de un mismo FIC, diferentes a los de otros compartimentos (esta figura solo es aplicable a los FCPs). Del mismo modo, en el caso de compartimentos solo existe un reglamento.

En cualquier caso, en Colombia, los aportes entregados también integran un patrimonio separado, más específicamente denominado patrimonio "independiente"[55], que está afectado a un propósito particular pero que no conforma una persona jurídica[56]. La voluntad es ejecutada por el administrador que representa al vehículo, circunscrito a la realización de las inversiones admisibles según se disponga en el respectivo reglamento[57].

Es importante destacar que los "patrimonios autónomos" que surgen del contrato de fiducia mercantil previsto en el Código de Comercio, o de los aportes a fondos de pensiones y cesantías, son equivalentes en sustancia jurídica a los "patrimonios independientes". Sin embargo, el concepto de patrimonios independientes es propio de los fondos de inversión, los fondos mutuos y los fondos de valores[58].

De otra parte, en el régimen colombiano, la dispersión de funciones se observa en un marcado esquema de delegación permitido por la regulación. El régimen local de FICs está diseñado a partir de actividades, varias de ellas delegables en terceros por el administrador del FIC, como la toma de decisiones de inversión y desinversión (gestión), la promoción del FIC (distribución), la valoración, la contabilidad y la salvaguardia de activos. Como veremos más adelante, en algunos casos, la delegación de la función implica también delegación de responsabilidad.

---

49 Artículo 3.1.1.3.2 del Decreto 2555 de 2010.

50 Finalizando el año 2017, la SFC creó una vía de autorización general para la constitución de nuevas familias de FICs. Según esta, la SFC revisará que el administrador del fondo haya administrado al menos un FIC relacionado con el tipo de fondos que compondrán la respectiva familia.

51 HERRERA OSORIO, FREDY ANDREI. "Fondos de Inversión Colectiva y Multifondos", en BENJUMEA BETANCUR y HERRERA OSORIO. *Estudios sobre el mercado de valores*, cit., pp. 221-222.

52 Artículo 3.1.1.9.6 del Decreto 2555 de 2010.

53 Artículo 3.1.1.6.5 del Decreto 2555 de 2010.

54 Compilado en el Decreto 2555 de 2010.

55 Artículos 68 de la Ley 964 de 2005 y 3.1.1.1.3 del Decreto 2555 de 2010.

56 Superintendencia Financiera de Colombia. Concepto 2012006574-004 de 17 de febrero de 2012.

57 HERRERA OSORIO, FREDY ANDREI. "Inversionistas y mercado de valores: una relación fundamental", en Benjumea Betancur y Herrera Osorio. *Estudios sobre el mercado de valores*, cit., p. 33.

58 Artículo 68 de la Ley 964 de 2005; y ver Herrera Osorio. "Inversionistas y mercado de valores: una relación fundamental", cit., p. 34.

Dada la estructura legal empleada en Colombia para la constitución de FICs, como grandes diferencias respecto de Estados Unidos se encuentra que no existe una junta directiva para el fondo, pues este órgano solo está presente en el interior de los diferentes intervinientes. El rasgo de especialización de funciones, sin embargo, prevalece.

TABLA 4. INTERVINIENTES EN EL FUNCIONAMIENTO DE UN FIC[59]

Colombia: estructura organizacional de un FIC[59]	
Junta directiva de la sociedad administradora	*Principales obligaciones*: Definir políticas para el desarrollo de la actividad de administración de FICs en la respectiva sociedad administradora (*e.g.*, definir si se realizará gestión directa o a través de gestor externo, y mecanismos de seguimiento del personal vinculado al gestor externo; definir situaciones de conflictos de interés, su prevención y manejo; definir estructura organizacional en el interior de la sociedad administradora; aprobar manuales, procedimientos, directrices y demás políticas y reglas necesarias, entre otras).
Junta directiva de quien adelante la gestión (sociedad administradora o gestor externo, según sea el caso)	*Principales obligaciones: definir políticas del desarrollo de la actividad de gestión* (*e.g.*, definir lineamientos del comité de inversiones y seleccionar a sus miembros; definir situaciones de conflictos de interés, su prevención y manejo; definir la estructura organizacional en el interior del gestor; aprobar manuales, procedimientos, directrices y demás políticas y reglas necesarias; nombrar al gerente del FIC y a su suplente, entre otras).
Comité de inversiones del FIC	*Funciones principales*: análisis de inversiones, definir dentro de su resorte los cupos de inversión y políticas de adquisición y liquidación de inversiones. Un comité de inversiones podrá actuar para todos los FICs gestionados. *Responsabilidad*: los miembros del comité responden en calidad de administrador, como cualquier miembro de junta directiva.
Gerente del FIC	*Descripción*: persona de dedicación exclusiva que ejecuta la gestión del portafolio de los FICs (es decir que puede gestionar varios FICs simultáneamente). Debe contar con experiencia acreditable en la administración de los riesgos de los respectivos FICs y estar inscrito en el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores (RNPMV).

59 Artículos 3.1.5.1.1, 3.1.5.1.2, 3.1.5.1.3, 3.1.5.2.1, 3.1.5.2.2, 3.1.5.2.3, 3.1.5.3.1, 3.1.5.4.[illegible], 3.1.5.6.1, 3.1.5.6.2 y 3.1.5.6.4 del Decreto 2555 de 2010.

Colombia: estructura organizacional de un FIC[59]	
Gerente del FIC	*Funciones principales*: tomar decisiones de inversión con fundamento en los lineamientos de administración de riesgos fijados por la junta directiva de la sociedad que adelanta la gestión, entre otras. *Responsabilidad*: responde en calidad de administrador, como cualquier miembro de junta directiva.
Junta directiva de quien adelante la distribución	*Principales obligaciones*: definir políticas del desarrollo de la actividad de distribución (*e.g.*, definir situaciones de conflictos de interés, su prevención y manejo; aprobar manuales, procedimientos, directrices y demás políticas y reglas necesarias, entre otras).
Revisor fiscal	*Descripción*: su labor abarca, de manera independiente, los FICs administrados, gestionados y distribuidos por la respectiva sociedad administradora y/o gestora y/o distribuidora.
Asamblea de inversionistas del FIC	*Funciones principales*: entregar la administración del FIC a otra sociedad administradora, tomar la decisión de liquidar el FIC o aprobar la fusión del mismo, entre otras. *Deliberaciones y adopción de decisiones*: las deliberaciones se hacen con por lo menos el 51% de las participaciones del FIC. Si no se previó norma especial en el reglamento, las decisiones se toman con la mitad más uno de las participaciones presentes. En cualquier caso, el reglamento no puede requerir una mayoría que supere el 70% de las participaciones presentes para la adopción de decisiones. Cada participación representa un voto (al igual que las acciones de las sociedades comerciales). La participación de la sociedad administradora en calidad de inversionista no computará. De no ser contrarias, en lo demás, se aplican las normas del Código de Comercio consagradas para la asamblea de accionistas de la sociedad anónima.

Fuente: elaboración propia.

5. ADMINISTRACIÓN DE UN FONDO DE INVERSIÓN

En los países anglosajones, el suministro de servicios de administración de portafolios se enmarca dentro de un género de actividades englobado como *Fiduciary Finance*.

Este tipo de "intermediación" se caracteriza por la creación de una exposición al mercado de valores en forma masiva de personas que no gozan de un derecho cierto de retorno del capital invertido, ni de rendimientos. De tal forma, el patrimonio propio del agente fiduciario no se ve comprometido por

razón o ante el comportamiento del mercado, a diferencia de lo que sucede con los establecimientos de crédito o las entidades aseguradoras, quienes soportan obligaciones específicas de pago.

Aun así, estos agentes fiduciarios deben conducirse en el mejor interés de la persona por cuenta de quien actúan, y enfrentan regulaciones que rigen su actividad, incluyendo la actividad de administración de fondos de inversión[60].

En este punto es útil realizar una breve mirada al régimen de Estados Unidos que cobija la administración de fondos de inversión[61]. En resumen, se puede establecer que la normativa busca proporcionar información, un ambiente de profesionalidad y un control de riesgos a los inversionistas en fondos.

TABLA 5. PRINCIPALES ASPECTOS DEL RÉGIMEN DE ESTADOS UNIDOS QUE COBIJAN EL FUNCIONAMIENTO DE UN FONDO DE INVERSIÓN

Securities Act de 1933
La *Securities Act* de 1933, que regula la oferta pública de valores, cobija la oferta de las acciones de las *investment companies*. Desde ese entonces requiere el suministro de un prospecto de información que describa a la *investment company* el registro de dichas acciones ante la Securities and Exchange Commission (SEC).
Securities Exchange Act de 1934
La *Securities Exchange Act* de 1934 regula la negociación de valores. Requiere que aquellos que ofrezcan o intermedien valores, incluyendo acciones de *investment companies*, se registren ante la Securities and Exchange Commission. Por la inclusión de la Sección 15A en 1938 a la *Securities Exchange Act*, se autorizó la creación de organismos de autorregulación. En virtud de lo anterior, la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA), el equivalente hoy en día del Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia en Estados Unidos, también regla la conducta de los intermediarios de *investment companies*, añadiendo el nivel de autorregulación a la actividad.
Investment Advisers Act de 1940
La *Investment Advisers Act* de 1940 regula a los *investment advisers*, quienes proporcionan asesoría profesional a las *investment companies* en materia de inversiones, requiriendo que los mismos se registren ante la SEC, que lleven registros, elaboren reportes y revelen información, entre otros aspectos.
Investment Company Act de 1940
Finalmente, la *Investment Company Act* de 1940 regula la estructura y las operaciones de las *investment companies*, imponiendo la obligación de registro ante la SEC si el vehículo cuenta con más de 100 inversionistas, así como requisitos de revelación de información, limitaciones en el desarrollo de la operación (como la estructura de deuda/capital), requerimientos sobre la custodia de los activos y las reglas sobre la administración de conflictos de interés y los deberes de las juntas directivas.

Fuente: elaboración propia.

60 GOLD, MARTIN. *Fiduciary Finance – Investment Funds and the Crisis in Financial Markets*, Edward Elgar, 2010, pp. 7-10, 15.

61 GROHOWSKI, ROBERT y COLLINS, SEAN. "The Structure and Regulation of Mutual Funds", en BAKER, KENT, FILBECK, GREG y KIYMAZ, HALIL. *Mutual Funds and Exchange-Traded Funds*, Oxford, 2016, p. 67; Investment Company Institute. *2017 Investment Company Fact Book*, [illegible] p. 241.

6. ADMINISTRACIÓN DE FICS

Como se ha venido señalando, los FICs también canalizan ahorro e inversión masivas. La administración de FICs involucra el manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados masivamente del público conforme lo señala el artículo 335 CP; por tal razón, la administración de FICs es una actividad que solo puede ser ejercida previa autorización del Estado. Las sociedades facultadas para ser administradoras de FICs son las sociedades comisionistas de bolsa (SCB), las sociedades fiduciarias y las sociedades administradoras de inversión (SAI) (todas denominadas como sociedades administradoras de FICs)[62]. Adicionalmente, existen normas que rigen dicha actividad.

En Colombia, los derechos de participación en el FIC tampoco son depósitos, por lo que no existe obligación de restituir los aportes que fueron entregados sin realizar el previo ajuste por rendimientos o pérdidas. De otro lado, los aportes nunca gozarán del seguro de depósito del Fogafin[63].

Con todo, la administración de FICs ha venido tornándose en un importante negocio. En el caso particular colombiano, la administración de FICs es uno de los productos financieros de gran potencial como línea de negocio de las entidades que están facultadas para ello. Para ilustrar su importancia, en el año 2016, el 44.7% de las comisiones causadas por el sector fiduciario provinieron de la administración de FICs[64]. Paralelamente, las comisiones percibidas por administración de FICs por parte de las SCB aumentaron un 17.2% en el año 2016[65].

62 Artículo 3.1.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010.

63 Artículo 3.1.1.9.3 del Decreto 2555 de 2010.

64 ASOFIDUCIARIAS. Informe Anual del Sector Fiduciario 2016, marzo, 2017, p. 13.

65 CASTAÑO GUTIÉRREZ, JORGE. Ponencia en el evento "Profundización del Mercado de Capitales en Colombia", ANIF – Centro de Estudios Económicos, CAF – Banco de Desarrollo de América

6.1. PRINCIPIOS DE LA ADMINISTRACIÓN DE FICS

La actividad de administración de FICs debe ser desarrollada materializando, entre otros, los siguientes principios:

6.1.1. SEGREGACIÓN DE ACTIVOS Y PASIVOS

• Los activos y pasivos de un determinado FIC constituyen un patrimonio independiente del patrimonio de las sociedades administradoras, así como de los activos y pasivos de otros FICs o de otros negocios ejecutados por la respectiva sociedad administradora[66]. De ese modo, los bienes del fondo siempre estarán protegidos de la confusión y de acciones legales en contra de la sociedad administradora como tal. De hecho, existen cuentas bancarias y contabilidades independientes. Para dar efectos prácticos a este principio, la última modificación al régimen de los FICs[67] trajo la figura del custodio (la cual se analiza más adelante).

• Por otro lado, puesto que los derechos de los inversionistas no se concretan en una propiedad directa sobre los activos del FIC, se tiene como resultado que las acciones de los acreedores en contra de los inversionistas del vehículo recaen solamente sobre la participación de aquellos en el FIC.

6.1.2. PROFESIONALIDAD Y MEJOR EJECUCIÓN DEL ENCARGO

• Las sociedades administradoras de FICs deben actuar de manera "profesional", y a ellas les es exigible la diligencia de un "experto prudente y diligente" dedicado a la administración de FICs.

Latina y Bolsa de Valores de Colombia, 6 de septiembre de 2017. Presentación de PowerPoint disponible en: https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf?lServicio=Publicaciones&lTipo=publicaciones&lFuncion=loadContenidoPublicacion&id=60913

66 Artículo 3.1.1.1.3 del Decreto 2555 de 2010.

67 Decretos 1242 de 2013 y 1243 de 2013, compilados en el Decreto 2555 de 2010.

Énfasis n.° 2

En cuanto a la toma de decisiones de inversión o desinversión (gestión), en un caso hipotético, el análisis de la responsabilidad de una sociedad administradora no parte de la base del resultado de la inversión, sino del proceso de selección de inversiones como tal (según la política de inversión del FIC). Así, se puede reprochar el actuar de una sociedad administradora aun si los rendimientos son buenos, pues lo que persiguen los inversionistas en un FIC es también una administración profesional de sus recursos.

Ahora bien, aunque el mayor foco de disputas respecto de la profesionalidad de las sociedades administradoras surge con ocasión del comportamiento de las inversiones, debe tenerse presente que la exigencia de una actuación profesional también se predica del resto de tareas y obligaciones que adelante la correspondiente sociedad administradora.

El principio de profesionalidad (en cuanto a la gestión del portafolio) está íntimamente relacionado con el de mejor ejecución del encargo, conforme al cual las operaciones del fondo se deberán realizar en las mejores condiciones posibles, teniendo en cuenta los siguientes factores[68]:

- Características de las operaciones a ejecutar;
- Situación del mercado en el momento de la ejecución de la operación;
- Costos asociados a la operación;
- Oportunidad de mejorar el precio, y
- Los demás factores relevantes.

Creemos que lo anterior no quiere decir que si existen mejores condiciones aquellas deban necesariamente corresponder con las condiciones de la operación celebrada por un FIC. Se trata de un análisis de las condiciones según el caso concreto (p. ej., un FIC más grande puede tener una mejor estructura de costos que uno pequeño).

68 Artículo 3.1.1.1.8 del Decreto 2555 de 2010.

En el lenguaje del mercado, creemos que el análisis debe limitarse a hallar la existencia o no de una relación riesgo/retorno adecuada, y a determinar si ante el comportamiento de las inversiones del portafolio hubo manejo diligente.

6.1.3. PREVALENCIA DE LOS INTERESES DE LOS INVERSIONISTAS

La administración de un FIC deberá dar "prevalencia a los intereses de los inversionistas sobre cualquier otro interés"[69]. Es decir que deberán prevenirse y administrarse adecuadamente los conflictos de interés a través de políticas, normas y procesos internos.

6.1.4. TRATO EQUITATIVO ENTRE INVERSIONISTAS

El trato entre inversionistas debe ser equitativo, por lo cual no se podría dar un trato injustificado a un inversionista en particular por encima de otros[70].

6.2. OBLIGACIONES DE LA SOCIEDAD ADMINISTRADORA

En Colombia, las principales obligaciones de las sociedades administradoras de FICs son las siguientes:

6.2.1. OBLIGACIONES DE REPORTE

- Establecer y mantener actualizados los canales de suministro de información de los FICs[71].
- Presentar a la asamblea de inversionistas los estados financieros de propósito general, la descripción general del portafolio, la evolución del valor de la participación y del valor del fondo como tal, y toda la información necesaria sobre el estado del FIC[72].
- Remitir a la SFC y al Autorregulador del Mercado de Valores (AMV) la información requerida por dichas autoridades[73].

69 Artículo 3.1.1.1.4 del Decreto 2555 de 2010.
70 Artículo 3.1.1.1.6 del Decreto 2555 de 2010.
71 Artículo 3.1.3.1.3 (8) del Decreto 2555 de 2010.
72 Artículo 3.1.3.1.3 (15) del Decreto 2555 de 2010.
73 Artículo 3.1.3.1.3 (9) y (22) del Decreto 2555 de 2010.

- Cumplir con la obligación del gestor de remitir la información requerida a la SFC y al AMV, cuando aquel sea extranjero[74].

6.2.2. OBLIGACIONES DE CONTROL INTERNO

- Vigilar el cumplimiento del código de gobierno corporativo, del código de conducta y demás reglas y procedimientos internos, así como supervisar permanentemente al personal vinculado a la administración del FIC[75].
- Cumplir los lineamientos determinados por la junta directiva de la respectiva sociedad administradora para adelantar la administración del FIC[76].
- Establecer las condiciones de los informes de la gestión que adelante el gestor externo[77].

La sociedad administradora responderá hasta de culpa leve, como un experto prudente y diligente[78].

7. OTRAS ACTIVIDADES RELACIONADAS CON EL FUNCIONAMIENTO DE FICS

Las actividades de gestión y distribución de FICs pueden ser desarrolladas por entidades distintas a la sociedad administradora[79] (por un gestor externo y un distribuidor especializado, según sea el caso). En cualquier evento, los gestores externos o distribuidores especializados deben observar los mismos principios y deberes de administración de FICs ya estudiados, según resulten aplicables[80].

El gestor externo podrá ser, a su vez, una SCB, una SAI o una sociedad fiduciaria[81]. Como se observa, en ningún caso la gestión de FICs puede ser adelantada por sociedades no vigiladas por la SFC. El distribuidor especializado puede ser

74 Artículo 3.1.3.2.4 (8) del Decreto 2555 de 2010.
75 Artículo 3.1.3.1.3 (13) y (24) del Decreto 2555 de 2010.
76 Artículo 3.1.3.1.3 (20) del Decreto 2555 de 2010.
77 Artículo 3.1.3.1.3 (23) del Decreto 2555 de 2010.
78 Artículo 3.1.3.1.2 del Decreto 2555 de 2010.
79 Artículo 3.1.3.1.1 del Decreto 2555 de 2010.
80 Artículo 3.1.1.1.9 del Decreto 2555 de 2010.
81 Artículo 3.1.3.2.2 del Decreto 2555 de 2010.

a su vez otra sociedad administradora de FICs, o incluso un establecimiento bancario (ampliando materialmente las opciones de distribución)[82].

La actividad de custodia, en cambio, ha de ser llevada a cabo por un tercero (por exigencia regulatoria)[83]. Sin embargo, existen varios servicios adicionales que no son propios del núcleo de custodia y que puede ofrecer un custodio, que podrán o no ser prestados directamente por la sociedad administradora.

La actividad de custodia solo puede ser ejercida por sociedades fiduciarias[84], pero en su núcleo básico no podrá ser realizada por la misma sociedad administradora[85].

7.1. ACTIVIDAD DE GESTIÓN DE FICS

La gestión comprende la toma de decisiones de inversión y desinversión. Ello conlleva la identificación, medición, control y gestión de los riesgos inherentes del portafolio[86].

La gestión es una actividad de medios, no de resultado, por lo que no se pueden garantizar resultados específicos. No obstante, bajo el régimen local es posible adoptar mecanismos de cobertura "que busquen asegurar la recuperación del capital o una rentabilidad mínima determinada, siempre y cuando la Sociedad Administradora no comprometa su propio patrimonio para el efecto"[87].

7.1.1. OBLIGACIONES DE LA ENTIDAD QUE ADELANTE LA GESTIÓN

Entre otras, son obligaciones principales de la sociedad administradora o del gestor externo (en caso de existir) las siguientes[88]:

7.1.1.1. OBLIGACIONES INHERENTES A LA GESTIÓN

• Contar con la capacidad administrativa, tecnológica y operativa de acuerdo con las características de los activos subyacentes del portafolio admisible.

82 Artículo 3.1.4.2.1 del Decreto 2555 de 2010.
83 Artículo 3.1.3.1.1 del Decreto 2555 de 2010.
84 Artículo 2.37.2.1.1 del Decreto 2555 de 2010.
85 Artículo 2.37.1.1.4 del Decreto 2555 de 2010.
86 Artículo 3.1.3.2.1 del Decreto 2555 de 2010.
87 Artículo 3.1.3.2.5 del Decreto 2555 de 2010.
88 Artículo 3.1.3.2.4 del Decreto 2555 de 2010.

• Contar con un sistema de administración de riesgos tanto respecto de la actividad de gestión como de los riesgos de cada portafolio gestionado.

• Cumplir los lineamientos determinados por la junta directiva de la respectiva entidad que adelante la gestión de FICs para el desarrollo de tal actividad.

• Ejecutar el encargo en los mejores términos.

7.1.1.2. OBLIGACIONES PROPIAS DEL GESTOR EXTERNO (EN CASO DE EXISTIR)

• El gestor externo deberá observar las instrucciones que imparta el comité de inversiones y, de hecho, deberá acudir a la sociedad administradora cuando considere que requiere su intervención para garantizar la adecuada gestión del portafolio.

• Adicionalmente, el gestor externo debe presentar informes periódicos a la sociedad administradora sobre su gestión, por lo menos una vez al mes.

• El gestor externo ha de vigilar el cumplimiento del código de gobierno corporativo, del código de conducta y demás reglas y procedimientos, así como supervisar permanentemente al personal vinculado.

• Las demás obligaciones que se pacten con la sociedad administradora.

Respecto de la actividad de gestión, también puede optarse por la contratación de un gestor extranjero, para que, de conformidad con la regulación que le sea aplicable y con su objeto social, realice "gestión de portafolios de terceros". En cualquier caso, deberá ser experto en el portafolio admisible del FIC, lo cual puede ser demostrado a través de la conformación de un equipo[89], por lo que la experiencia no necesariamente se mide a nivel institucional, sino a nivel del talento humano *per se*.

En cualquier caso, el reglamento del FIC debe establecer las reglas para la selección, contratación, seguimiento y remoción de un gestor externo[90] o extranjero[91].

La responsabilidad del gestor va hasta la culpa leve, como experto prudente y diligente, y la gestión no podrá ser subcontratada. En el caso de un gestor externo, este será responsable directamente ante la SFC, sin perjuicio de las

89 Artículo 3.1.3.2.3 del Decreto 2555 de 2010.
90 Artículo 3.1.3.2.2 del Decreto 2555 de 2010.
91 Artículo 3.1.3.2.3 del Decreto 2555 de 2010.

obligaciones de la sociedad administradora en la selección y vigilancia de aquel. En cambio, cuando exista un gestor extranjero, la responsabilidad frente a la SFC será asumida plenamente por la sociedad administradora[92].

Respecto de los inversionistas, a menos que existan reglas contractuales específicas entre la sociedad administradora y el gestor externo o extranjero, o reglas de fuero, nada impediría que aquellos ejecuten acciones directamente en contra de un gestor externo o extranjero. En todo momento, sin embargo, la responsabilidad de la sociedad administradora permanece intacta de cara a los inversionistas.

Así, la sociedad administradora no estará exenta de responsabilidad y responderá ante la SFC y ante los inversionistas por la debida diligencia en la selección y vigilancia del gestor externo y del gestor extranjero[93-94].

7.2. ACTIVIDAD DE DISTRIBUCIÓN DE FICS

La distribución es la actividad de promoción de FICs para vincular adherentes a los mismos. En esta materia hay un universo enorme de mecanismos para alcanzar al consumidor retail.

La distribución puede ser adelantada directamente por la fuerza de ventas de la sociedad administradora, por medio del contrato de uso de red (con las entidades facultadas para ello) o a través de contratos de corresponsalía[95].

Con el contrato de uso de red, es decir, las oficinas, los empleados y los sistemas de información, se puede hacer uso de la infraestructura de las siguientes entidades[96]:

Énfasis n.º 3

Establecimientos de crédito
Sociedades de servicios financieros
SCBS
Comisionistas independientes de valores
SAIS
Sociedades administradoras de depósitos centralizados de valores

92 Artículo 3.1.3.2.5 del Decreto 2555 de 2010.
93 Parágrafo del artículo 3.1.3.1.3 del Decreto 2555 de 2010.
94 Parágrafo del artículo 3.1.3.2.1 del Decreto 2555 de 2010.
95 Artículo 3.1.4.1.2 del Decreto 2555 de 2010.
96 Artículo 2.34.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010.

En el caso del contrato de corresponsalía se puede contratar a una persona natural o jurídica (si su objeto social propio lo permite) para que atienda al público[97]. A diferencia del uso de red de otras entidades vigiladas por la SFC, con los corresponsales solamente se podrá contratar el recaudo, pago y transferencia de recursos, la expedición y la entrega de extractos, y la recolección y entrega de documentación e información. Es importante aclarar que los corresponsales no podrán prestar ningún tipo de asesoría hacia clientes[98]. Por lo anterior, la corresponsalía como mecanismo de distribución de FICs puede servir más como un mecanismo de soporte presencial y documental para la vinculación de inversionistas, pero nunca para crear la decisión de inversión como tal.

En cualquier caso, la entidad que contrata con el corresponsal corre con la responsabilidad de lo que suceda en desarrollo de la corresponsalía[99].

Para finalizar, la distribución también puede ser adelantada por el equipo de ventas de los distribuidores especializados[100], caso en el que se realizará la distribución a través de las cuentas ómnibus que administren aquellos[101].

Las cuentas ómnibus son cuentas que agrupan inversionistas, donde el distribuidor especializado que las administra actúa bajo un mandato sin representación (por cuenta de dichos inversionistas pero a nombre propio) para invertir en determinado FIC[102]. Estas cuentas poseen su propio reglamento, el cual debe ser aprobado por la SFC[103]. En esta situación, la distribución se sigue realizando con el objetivo de invertir en FICs, pero se debe informar y contar con autorización de los inversionistas para ser parte de la cuenta ómnibus como tal[104].

En los canales recién observados para la distribución de FICs, excluyendo la figura de los corresponsales, debe cumplirse con un deber de asesoría. Respecto a este tema, el régimen vigente a la fecha había creado un deber de "asesoría especial" aplicable de manera particular a la distribución de FICs, pero en el momento de escribir este texto cursaba en la URF el proyecto de decreto

97 Artículo 2.36.9.1.2 del Decreto 2555 de 2010.
98 Artículo 2.36.9.1.6 del Decreto 2555 de 2010.
99 Artículo 2.36.9.1.1 del Decreto 2555 de 2010.
100 Artículo 3.1.4.1.1 del Decreto 2555 de 2010.
101 Artículo 3.1.4.2.1 del Decreto 2555 de 2010.
102 Artículo 3.1.4.2.2 del Decreto 2555 de 2010.
103 Artículo 3.1.4.2.3 (9) del Decreto 2555 de 2010.
104 Artículo 3.1.4.2.3 (2) y (3) del Decreto 2555 de 2010.

de asesoría profesional[105], buscando crear un conjunto de reglas comunes de asesoría para un amplio universo de casos en el mercado de valores.

Sin conocer el desenlace final del proyecto de decreto en mención, a continuación se describe a grandes rasgos el contenido del deber de asesoría especial y del deber de "asesoría profesional", pensando que, eventualmente, este último regiría la distribución de FICs.

El deber de asesoría especial está en cabeza de la sociedad administradora, del prestador de la red o del distribuidor especializado (según corresponda). Lo mismo sería predicable del deber de asesoría profesional.

TABLA 6. CONTENIDO DE LOS DEBERES DE ASESORÍA ESPECIAL Y ASESORÍA PROFESIONAL

Asesoría especial
El deber de asesoría especial aplica de manera oficiosa y se debe cumplir en el momento de promoción y vinculación de inversionistas al FIC; también, siempre que las circunstancias lo requieran, aun en la etapa de vigencia y redención de la participación, o siempre que el inversionista lo solicite. En el caso particular de la promoción de un FIC, deberá verificarse que el inversionista conozca, entienda y acepte el prospecto[106]. En el momento de la vinculación, de ser el caso, se deberá avisar al potencial inversionista de la falta de idoneidad de determinado FIC para su perfil, incluso si es el mismo potencial inversionista quien demanda la participación en ese producto. El inversionista, sin embargo, podrá insistir en vincularse a un FIC que no es adecuado para su perfil, pero para ello se debe firmar un consentimiento previo, libre e informado[107].
Asesoría profesional
En primer lugar, se precisa en el proyecto de decreto de asesoría profesional que existen unas reglas de "debida atención" a los inversionistas, sin que ellas se refieran a la aplicación del deber de asesoría especial. Estas reglas de debida atención serían aplicables en la etapa de promoción, de vinculación, durante la vigencia de la inversión y en la etapa de redención de participaciones de FICs. Así, de entrar en vigencia la versión actual del proyecto de decreto señalado, se deberá diferenciar entre la asesoría profesional propiamente dicha y la debida atención. El deber de asesoría profesional para la promoción de FICs se deberá cumplir conforme al conjunto de disposiciones comunes que se crearía por el proyecto de decreto. En sus rasgos fundamentales, dicho proyecto establece tratos diferenciales según se trate de distribución de productos simples o complejos, para clientes inversionistas o inversionistas profesionales, y según si se trata de asesoría independiente o no independiente. La asesoría profesional tendría como pasos necesarios los siguientes: (i) Elaborar un perfil del inversionista, (ii) Elaborar un perfil del producto, (iii) Elaborar un análisis de conveniencia del producto para el inversionista, (iv) Entregar información al inversionista, y (v) Elaborar recomendaciones profesionales (es decir, personalizadas e idóneas, considerando el perfil del inversionista y del producto). El suministro de esta asesoría profesional sería necesario para la vinculación de clientes inversionistas, bajo las siguientes reglas: a. Si el FIC llega a ser considerado como un producto simple, quien clasifique como cliente inversionista puede renunciar a recibir la recomendación profesional. b. Si el FIC llega a ser considerado como un producto complejo, quien clasifique como cliente inversionista no puede renunciar a recibir la recomendación profesional. En estas circunstancias, además, se deberá ofrecer otras alternativas menos complejas o costosas (si quien realiza la distribución es la misma sociedad administradora del FIC). Los inversionistas profesionales, en cualquier caso, tendrían el derecho de solicitar una recomendación profesional. De todas formas, la recomendación profesional no sería vinculante, pues el inversionista puede actuar en sentido contrario. Por otro lado, se diferenciaría entre asesoría independiente y no independiente. Una u otra calidad deberá informarse al inversionista. La distribución del FIC sería independiente cuando los terceros diferentes a la sociedad administradora que presten asesoría no ofrezcan solamente los productos que ofrece dicha sociedad administradora o sus vinculadas, cuando no reciban beneficios por la materialización de la distribución por parte de la sociedad administradora y, en general, cuando no exista ningún conflicto de interés en la ejecución de la asesoría. En caso contrario, deberá avisarse que la asesoría que se suministra no es independiente (creemos que esta sería la mayoría de los casos).

Fuente: elaboración propia.

105 Proyecto de Decreto de Asesoría Profesional, cargado en la página web de la URF el 31 de octubre de 2017, disponible en: http://www.urf.gov.co/urf/faces/oracle/webcenter/portalapp/pages/ProyectoDecreto.jspx?_afrLoop=4359654104398908&_afrWindowMode=0&_afrWindowId=wbx5uzms2_1#!%40%40%3F_afrWindowId%3Dwbx5uzms2_1%26_afrLoop%3D4359654104398908%26_afrWindowMode%3D0%26_adf.ctrl-state%3Dwbx5uzms2_21

106 Artículo 3.1.4.1.4 (1) del Decreto 2555 de 2010.

107 Artículos 3.1.4.1.3 y 3.1.4.1.4 del Decreto 2555 de 2010.

Con independencia del proyecto de decreto estudiado, no se ha de omitir mencionar que en desarrollo de la distribución nunca se deberán "hacer afirmaciones que puedan conducir a apreciaciones falsas, engañosas o inexactas sobre el fondo de inversión, su objetivo de inversión, el riesgo asociado, gastos, o cualquier otro aspecto"[108]. En cuanto a este punto, es clara la necesidad de contar con una fuerza de ventas calificada e idónea[109], así como verificar que el material publicitario contenga información veraz, verificable, actualizada, exacta, entendible y completa, y en general, que la misma observe el principio

108 Artículo 3.1.4.3.2 (3) del Decreto 2555 de 2010.

109 Artículo 3.1.4.3.3 (3) del Decreto 2555 de 2010.

de la buena fe comercial[110]. Igualmente, en la promoción del FIC no se podrán asegurar rendimientos determinados, hacer pronósticos sobre el vehículo, ni deducir como definitivas situaciones transitorias[111].

Son obligaciones principales de la entidad que adelante la actividad de distribución las siguientes[112]:

• Contar con un sistema de administración de riesgos respecto de la actividad de distribución.

• Vigilar el cumplimiento del código de gobierno corporativo, del código de conducta y demás reglas y procedimientos, así como supervisar permanentemente al personal vinculado.

• Adoptar medidas y reglas para evitar que los FICs distribuidos puedan ser utilizados como instrumentos para canalizar dineros o bienes provenientes de actividades ilícitas, para lavar activos y financiar el terrorismo, para realizar evasión tributaria o dar apariencia de legalidad a actividades ilícitas y a las transacciones y recursos vinculados con las mismas.

• Cumplir los lineamientos determinados por la junta directiva de la respectiva entidad que adelante la gestión de FICs para el desarrollo de tal actividad.

• Cumplir con el contenido del deber de asesoría.

La responsabilidad de quien adelante la distribución va hasta la culpa leve, como experto prudente y diligente[113].

7.3. ACTIVIDAD DE CUSTODIA DE LOS FICS

Los FICs deberán contar con un agente custodio que será contratado por la sociedad administradora[114], quien ejerce la salvaguarda sobre los valores y recursos en dinero que integran el portafolio. Adicionalmente, participa en la compensación y liquidación de las operaciones, ejerce la administración de los derechos patrimoniales de las inversiones y verifica el cumplimiento del reglamento del FIC y de los demás límites y/o prohibiciones aplicables[115].

---

110 Artículo 3.1.4.4.1 del Decreto 2555 de 2010.
111 Artículo 3.1.4.4.3 (1), (2) y (3) del Decreto 2555 de 2010.
112 Artículo 3.1.4.1.6 del Decreto 2555 de 2010.
113 Parágrafo del artículo 3.1.4.1.6 del Decreto 2555 de 2010.
114 Artículo 3.1.3.3.1 del Decreto 2555 de 2010.
115 Artículos 2.37.1.1.1 a 2.37.1.1.2 y 2.37.2.1.5 (2) y (5) del Decreto 2555 de 2010.

Adicionalmente, la actividad de administración de FICs también comprende efectuar la valoración del portafolio y de las participaciones, llevar la contabilidad de los FICs, cumplir con las obligaciones fiscales y cambiarias, y ejercer los derechos políticos de los valores del fondo (de conformidad con las instrucciones que imparte el custodiado). El desarrollo de estas sub actividades puede ser contratado con un agente custodio ("actividades complementarias y servicios especiales" de la actividad de custodia)[116-117]. Las actividades complementarias y los servicios especiales deberán ser adelantados por la misma sociedad administradora en caso de no contratarse con un tercero[118].

TABLA 7. ACTIVIDADES MÍNIMAS DE LA CUSTODIA DE FICS

Actividades mínimas que debe realizar el custodio	*Alcance*
Salvaguarda	• Custodia los valores y recursos en dinero para el cumplimiento de operaciones. • Asegura que se realice la anotación en cuenta por parte de los depósitos centralizados de valores. • Maneja las cuentas bancarias del custodiado para realizar la compensación y liquidación de operaciones.
Compensación y liquidación	• Actúa desde la etapa de confirmación en la compensación y posteriormente carga/abona dinero o valores de la cuenta del custodiado y remite las órdenes para realizar los pagos correspondientes para liquidar la operación. • Participa en las operaciones en las que se llegue a interponer una contraparte central.
Administración de derechos patrimoniales	• Cobro de rendimientos, dividendos y del capital de los valores del portafolio.
Verificar el cumplimiento del reglamento y demás límites y/o prohibiciones aplicables a las operaciones del FIC.	• Verificar el cumplimiento e informar a la SFC, al AMV y a la junta directiva de la sociedad administradora de eventos que impliquen incumplimiento de dichas normas.

Fuente: elaboración propia.

Cuando la actividad de custodia se realice con vinculadas a la sociedad administradora, el agente custodio y la sociedad administradora deberán establecer

---

116 Artículo 3.1.3.1.3 (5), (7) y (19) del Decreto 2555 de 2010.
117 Artículos 2.37.1.1.3 a 2.37.1.1.4 del Decreto 2555 de 2010.
118 Artículos 3.1.3.3.1, 2.37.1.1.3, parágrafo 2, y 2.37.1.1.4, parágrafo 2, del Decreto 2555 de 2010.

y aplicar principios, políticas y procedimientos para la detección, prevención y gestión de conflictos de interés[119].

Es importante aclarar que los activos en custodia también están segregados, pues constituyen un patrimonio independiente de los activos del custodio y de otros activos custodiados por aquel[120].

La sociedad administradora responderá ante la SFC y ante los inversionistas por la debida diligencia en la selección y vigilancia del agente custodio[121]. El agente custodio responde hasta de culpa leve, con la diligencia exigible a un experto prudente y diligente en su actividad[122].

8. POLÍTICA DE INVERSIÓN DEL FIC

Cada FIC o familia de FICs deberá tener una política de inversión definida en el reglamento individual o marco (según se trate). Estas políticas rigen la actividad de gestión de los FICs (toma de decisiones de inversión y desinversión, junto con la identificación, medición, control y gestión de riesgos inherentes), y deben constar en el prospecto informativo de los vehículos, para los fines de distribución de los mismos.

Estas políticas de inversión deben reflejar un contenido mínimo que se encuentra reglado. La finalidad es que los potenciales inversionistas puedan conocer y comprender fácilmente el objetivo de inversión (*i.e.*, estabilidad o crecimiento del capital[123]), los activos admisibles (con límites mínimos y máximos de posiciones), la política de diversificación, los riesgos y su administración, la liquidez del vehículo, el plazo de las inversiones y el manejo del efectivo[124].

Quien adelante la gestión del FIC está obligado a seguir la política de inversión aplicable[125], salvo la ocurrencia de circunstancias extraordinarias, imprevistas o imprevisibles. Tales circunstancias deben ser de tal entidad que hagan imposible el cumplimiento de las políticas de inversión de manera generalizada

119 Parágrafo 1 del artículo 2.37.2.1.5 del Decreto 2555 de 2010.

120 Artículo 2.37.1.1.5 del Decreto 2555 de 2010.

121 Parágrafo del artículo 3.1.3.1.3 del Decreto 2555 de 2010.

122 Artículo 2.22.2.1.5 del Decreto 2555 de 2010.

123 Superintendencia Financiera de Colombia. Circular Básica Jurídica, parte III, tít. VI, cap. II, 2.2.

124 Artículos 3.1.1.4.1 al 3.1.1.4.2 del Decreto 2555 de 2010.

125 Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia. Guía de Estudio – Fondos de Inversión Colectiva, 2016, p. 52.

en el mercado; es decir que la imposibilidad no se reconoce a nivel individual, sino como un hecho generalizado. De otra parte, cualquier desviación de la política de inversión debe ser informada de inmediato a la SFC, a los inversionistas y a la sociedad calificadora[126] (en caso de que el reglamento contemple que se debe calificar el FIC)[127].

Frente a la política de inversión, el régimen imperativo apenas sentó unas normas generales, donde se señalan algunos de los activos aceptables para conformar el portafolio de los FICs, de manera puramente enunciativa. Sin embargo, la SFC podrá delimitar ciertos activos como inversión admisible para FICs que vinculen solamente a inversionistas profesionales[128].

En la siguiente tabla se pueden observar los activos admisibles previstos en la regulación local.

TABLA 8. ILUSTRACIÓN DE ALGUNOS ACTIVOS ADMISIBLES PARA CONFORMAR EL PORTAFOLIO DE FICS

Valores inscritos en el RNVE	Valores no inscritos en el RNVE	Valores emitidos por entidades bancarias del exterior	Valores emitidos por empresas extranjeras del sector real, cuyas acciones estén inscritas por lo menos en una bolsa de valores internacionalmente reconocida	Títulos valores
Bonos de organismos multilaterales de crédito	Deuda de gobiernos extranjeros y de entidades públicas	Participaciones en fondos de inversión extranjeros	Participaciones en FICs	Divisas
Inmuebles[129]	Proyectos inmobiliarios	Commodities	Derivados	Depósitos en cuentas corrientes o de ahorros

Fuente: elaboración propia.

126 Artículo 3.1.1.4.3 del Decreto 2555 de 2010.

127 Artículo 3.1.1.3.6 del Decreto 2555 de 2010.

128 Parágrafo 2 del artículo 3.1.1.4.4 del Decreto 2555 de 2010.

129 Son considerados FICs de naturaleza inmobiliaria aquellos FICs cerrados que contemplen en su política de inversión destinar por lo menos el 75% de los activos totales del vehículo a inversión: en inmuebles en Colombia o en el exterior; en titularizaciones hipotecarias, o en general, en titularizaciones inmobiliarias; en derechos fiduciarios de patrimonios autónomos conformados con inmuebles, o cuya finalidad sea desarrollar proyectos inmobiliarios; en participaciones en otros FICs o en otros fondos de inversión del exterior, cuya política de inversión contemple exposición a activos inmobiliarios; en proyectos inmobiliarios en Colombia o en el

En lo restante, la regulación establece algunas limitaciones a ciertas estrategias de inversión, dependiendo de la realización de operaciones que no se consideran apalancadas y otras que sí. Veamos.

Sobre algunos de los activos listados arriba (entre otros) es posible realizar operaciones diferentes a la simple compraventa, y que se pueden configurar como operaciones apalancadas o no apalancadas. El apalancamiento –en este contexto– es la adquisición de una exposición a un activo sin necesidad de obtener la posición en el mismo con recursos propios (lo cual se realiza por diferentes vías de endeudamiento). El apalancamiento, en consecuencia, da la posibilidad al inversionista de magnificar la tasa de retorno con menores recursos invertidos[130]. Estas operaciones acarrean mayor riesgo, pues las pérdidas pueden ser superiores a lo efectivamente invertido.

8.1. OPERACIONES QUE NO SON CONSIDERADAS APALANCADAS

En el régimen local, como operaciones no apalancadas, es posible realizar operaciones reporto o repo activas (entrega de liquidez a cambio de títulos), simultáneas activas (entrega de liquidez a cambio de títulos) y transferencias temporales de valores como originadores, de conformidad con lo señalado en el reglamento del FIC. En todo caso, se deberán tener en cuenta las siguientes limitaciones[131].

exterior, bien sea de construcción, renovación, remodelación, comercialización o explotación a cualquier título de inmuebles; e inclusive, en acciones o cuotas de interés social de sociedades colombianas o extranjeras, cuyo objeto social sea exclusivamente la inversión en inmuebles y/o proyectos inmobiliarios. La anterior regla no aplicará a los FCPs que tengan exposición a esta clase de activos; en tal caso, aquellos conservarán su calidad de FCPs. Los FICs que sean considerados de naturaleza inmobiliaria están cubiertos por el régimen general de FICs, salvo algunas normas especiales en materia de endeudamiento, valoración y entrega de aportes en activos admisibles del respectivo FIC de naturaleza inmobiliaria. Ver artículos 3.5.1.1.1 a 3.5.1.1.6 del Decreto 2555 de 2010.

130 *Black's Law Dictionary*, 9.ª ed., West-Thomson Reuters Business, 2009; Organisation for Economic Co-operation and Development. *Glossary of Statistical Terms*, 2008; Banks. *The Palgrave Macmillan Dictionary of Finance, Investment and Banking*, Palgrave Macmillan, 2010, definición de "*Leverage*".

131 Artículo 3.1.1.4.5 del Decreto 2555 de 2010.

TABLA 9A. LÍMITES PARA LA REALIZACIÓN DE OPERACIONES DEL MERCADO MONETARIO

Operaciones del mercado monetario	*Limitaciones*
Reporto o repo y simultáneas activas	• No >30% del activo total del FIC. • El régimen general de las operaciones reporto o repo permite que se establezcan restricciones a la movilidad de los valores objeto de la operación[131], y el régimen general de las operaciones simultáneas no permite que se establezcan restricciones a la movilidad de los valores objeto de la operación[132]. Sin embargo, según el régimen de los FICs, los valores recibidos para estos tres tipos de operaciones no pueden ser usados para ser transferidos temporal o definitivamente, sino solo para cumplir con la respectiva operación. • En ningún caso las operaciones reporto o repo y simultáneas activas podrán tener como contraparte, directa o indirectamente, a entidades vinculadas a la entidad que adelante la gestión.

Fuente: elaboración propia.

Por la restricción de transferir los valores objeto de las operaciones reporto, repo o simultáneas activas en FICs, las posibilidades de extraer rentabilidades de estas operaciones son más limitadas que en otros casos, lo cual podría ser objeto de revisión regulatoria.

TABLA 9B. LÍMITES PARA LA REALIZACIÓN DE OPERACIONES DEL MERCADO MONETARIO

Operaciones del mercado monetario	*Limitaciones*
TTVs como originador	• Los activos recibidos como garantía no pueden ser transferidos en forma temporal o definitiva. • En ningún caso, las operaciones TTVs como originador podrán tener como contraparte, directa o indirectamente, a entidades vinculadas a la entidad que adelante la gestión.

Fuente: elaboración propia.

8.2. OPERACIONES QUE SON CONSIDERADAS APALANCADAS

Bajo el régimen vigente, cualquier FIC puede además realizar operaciones apalancadas. La regulación previa (Decreto 2175 de 2007), en cambio, restringía

132 Artículo 2.36.3.1.1 del Decreto 2555 de 2010 (e).

133 Artículo 2.36.3.1.2 del Decreto 2555 de 2010 (e).

la realización de dichas operaciones a los fondos constituidos como carteras colectivas de margen y de especulación[134].

La realización de operaciones de ventas en corto, repos pasivos y simultáneas pasivas (entrega de títulos a cambio de liquidez), adquisición de endeudamiento, de derivados y de cuentas de margen, debe estar expresamente permitida en el reglamento del FIC, y sus riesgos deben revelarse claramente en dicho instrumento, pues implican la realización de un apalancamiento y por tanto aumentan la exposición del fondo por encima de su patrimonio[135].

Adicionalmente, la realización de operaciones apalancadas implica que el fondo deba llevar en su nombre la denominación "apalancado", que deba promocionarse como tal, incluyendo revelar los riesgos y señalar expresamente en el material promocional y en el reglamento que el FIC distribuido es un FIC que realiza(ría) "operaciones de naturaleza especulativa, sujetas a riesgos de mercado, de crédito y de liquidez, que pueden conllevar a [*sic*] la pérdida completa de los recursos aportados al [FIC]"[136].

Es importante aclarar que el régimen vigente no considera operaciones apalancadas las operaciones repo, reporto y simultáneas *pasivas*, transferencia temporal de valores y obtención de créditos, si aquellas son de carácter intradía, y realizadas con el fin de cumplir operaciones pendientes[137].

Tampoco se consideran apalancadas las operaciones repo, reporto y simultáneas *pasivas* que se realicen con la finalidad de atender solicitudes de redenciones de participaciones o gastos del FIC, ni a los derivados con fines de cobertura, e incluso, tampoco los derivados con fines de inversión (si: i. el activo subyacente está contemplado en la política de inversión; ii. la compensación y liquidación se realiza en alguna contraparte central, y iii. se mantiene en depósitos a la vista un valor equivalente a la diferencia entre el precio del contrato y las garantías constituidas con el administrador de garantías)[138].

134 CLAVIJO, SERGIO, VERA, ALEJANDRO, MALAGÓN, DAVID, ZULUAGA, ANA MARÍA y AGUIRRE, MARÍA PAULA. *Fondos de inversión colectiva en Colombia: evolución y oportunidades*, ANIF, 2016, pp. 51-52, disponible en: http://www.anif.co/sites/default/files/investigaciones/anif-asofiduciarias0816.pdf

135 Artículo 3.1.1.5.1 del Decreto 2555 de 2010.

136 Artículo 3.1.1.5.4 (3) y (4) del Decreto 2555 de 2010.

137 Parágrafo (1) y (2) del artículo 3.1.1.5.1 del Decreto 2555 de 2010.

138 Parágrafo (1) y (2) del artículo 3.1.1.5.1 del Decreto 2555 de 2010.

En razón del mayor riesgo financiero que acarrean las operaciones que son consideradas apalancadas, la regulación previó ciertos límites[139]. Veamos.

TABLA 10. LÍMITES PARA LA REALIZACIÓN DE OPERACIONES CONSIDERADAS APALANCADAS BAJO EL RÉGIMEN DE FICS

Operación apalancada	Limitaciones • No >100% del patrimonio[139] del FIC. • Como se señaló, las operaciones repo, reporto y simultáneas *pasivas* no se consideran apalancadas y no computan para el límite del 100% del patrimonio del fondo si son realizadas para atender solicitudes de redención de participaciones o atender gastos del FIC, pero en tal caso no podrán exceder el 30% del activo total del vehículo.
	Excepciones • Las operaciones que se lleven a una contraparte central no se tendrán en cuenta para el cálculo del límite del 100% del patrimonio del FIC.

Fuente: elaboración propia.

Puesto que un FIC que realice operaciones apalancadas es un producto inidóneo para el perfil de riesgo/retorno de muchos inversionistas, adicional a las limitaciones ya vistas, es importante mencionar que existe una barrera a la entrada (e inclusive a la permanencia[141]) en los FICs que realizan operaciones apalancadas; pues la participación mínima en tales vehículos por cada inversionista nunca podrá ser inferior a 200 smlmv. En este punto, por lo demás, quisiéramos recordar la aplicabilidad conjunta del deber de asesoría especial y el deber de avisar al potencial inversionista de la falta de idoneidad de determinado FIC para su perfil, incluso si aquel cuenta con recursos suficientes para superar la señalada barrera de entrada[142].

139 Artículo 3.1.1.5.2. y parágrafo (2) del artículo 3.1.1.5.1 del Decreto 2555 de 2010.

140 Según la Circular Básica Jurídica, parte III, título VI, capítulo III, 3.1, de la Superintendencia Financiera de Colombia: "El apalancamiento corresponde a la sumatoria de la exposición total sobre el valor del patrimonio del fondo. La exposición total es igual a la diferencia entre la sumatoria de las operaciones de naturaleza apalancada enunciadas en el artículo 3.1.1.5.1 del Decreto 2555 de 2010 y el disponible. Para el caso de las operaciones de derivados se debe tomar la diferencia entre el valor de la exposición y las garantías que se hayan constituido".

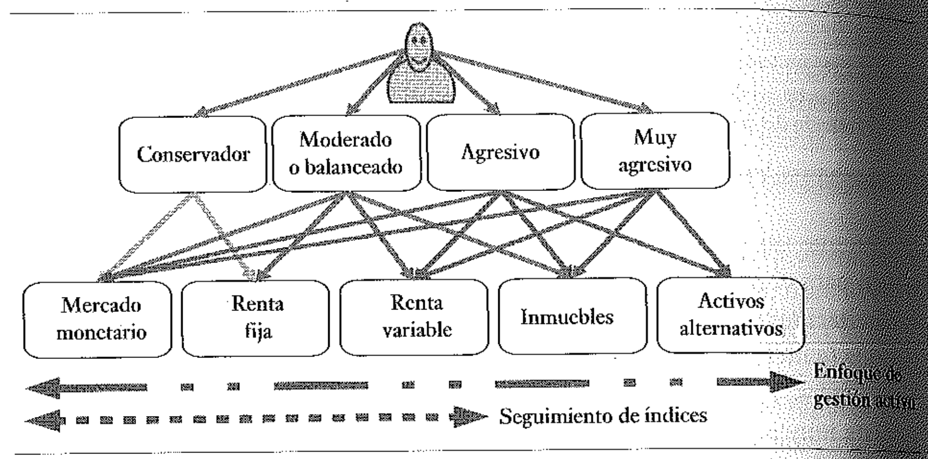
141 La norma en cuestión, al referirse al valor de la "participación" y no al del aporte, envolvería la posibilidad de hacer llamados al margen para mantener permanentemente participaciones por encima de ese umbral.

142 Artículo 3.1.1.5.3 del Decreto 2555 de 2010.

En cualquier caso, no debe perderse de vista que el riesgo del FIC deriva tanto de los activos en los que invierte como de las operaciones especiales que se lleguen a realizar sobre algunos de dichos activos.

En el siguiente gráfico se puede observar una clasificación tentativa sobre el perfil de riesgo/retorno según los activos de inversión de un FIC, y la estrategia de la entidad que adelanta la gestión del vehículo (sin contemplar el aumento del riesgo por apalancamiento).

GRÁFICO 3. RIESGO/RETORNO Y ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN



Fuente: tomado y modificado de GOLD, MARTIN. *Fiduciary Finance. Investment Funds and the Crisis in Financial Markets*, Edward Elgar, 2010, p. 34.

Cualquiera que sea la política de inversión del FIC, es importante recordar que la actividad de gestión sobre el vehículo debe adelantarse cumpliendo las respectivas obligaciones inherentes. Dentro de dichas obligaciones se encuentra contar con un sistema de administración de riesgos para cada portafolio gestionado, cumplir los lineamientos determinados por la junta directiva de la respectiva entidad que adelante la gestión y ejecutar el encargo en los mejores términos. Todo lo anterior es aplicable bien sea que la gestión la adelante la misma sociedad administradora, un gestor externo o uno extranjero[143, 144].

143 Artículo 3.1.3.2.4 del Decreto 2555 de 2010.

144 Artículo 3.1.1.1.9 del Decreto 2555 de 2010.

TABLA 11. FLUJOGRAMA DEL DISEÑO Y EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA DE INVERSIÓN DE FICS

Junta directiva de quien adelante la gestión (sociedad administradora, gestor externo o extranjero)	**Roles frente a la política de inversión:** • Define las políticas del desarrollo de la actividad de gestión. • Define los lineamientos del comité de inversiones y selecciona a sus miembros. • Nombra al gerente del FIC.	↓ 1
Comité de inversiones del FIC	**Roles frente a la política de inversión:** • Realiza el análisis de inversiones. • Define dentro de su resorte los cupos de inversión. • Define dentro de su resorte las políticas de adquisición y liquidación de inversiones.	↓ 2
Gerente del FIC	**Roles frente a la política de inversión:** • Como encargado directo de ejecutar la gestión del portafolio, toma las decisiones de inversión y desinversión, con fundamento en los lineamientos que le son aplicables.	↓ 3
Personal encargado del ruteo de órdenes	**Roles frente a la política de inversión:** • Digitación y envío de órdenes.	4

Fuente: elaboración propia.

9. PREVENCIÓN Y GESTIÓN DE CONFLICTOS DE INTERÉS

Bajo el régimen local, diferentes y amplios son los eventos que configuran circunstancias de conflictos de interés. En primer lugar, tales circunstancias deben ser prevenidas, reveladas, y luego debidamente administradas (en caso de presentarse). Sin embargo, la verdadera regla omnicomprensiva en materia de conflictos de interés se reduce a la satisfacción del deber fiduciario, el cual opera en las problemáticas que surgen en las relaciones de agente-principal[145] o mandatario-mandante.

145 Según Tirole, el problema de la agencia acontece una vez se ha seleccionado y contratado al que se cree un buen agente para que realice ciertas actividades por cuenta y riesgo del principal, cuando el primero, quien en principio debería buscar el mejor interés de su contratante, advierte oportunidades beneficiosas para no hacerlo, existiendo posibilidad de fraude, desviación de recursos, abuso, entre otras situaciones. La anterior situación se agrava como consecuencia de no vigilar al agente, como sucede cuando los inversionistas en el FIC no son inversionistas profesionales (por inexperiencia, falta de recursos dinerarios y tiempo). Ver DEMARIA, CYRIL. *Private Equity Fund Investments. New Insights on Alignment of Interests, Governance, Returns and Forecasting. Global Financial Markets*, Palgrave Macmillan, 2015, p. 63.

En cumplimiento del mencionado deber, las sociedades administradoras y los gestores externos (en caso de existir), como agentes que manejan, aprovechan e invierten recursos captados masivamente del público, han de conducirse siempre en el mejor interés de las personas por cuenta de quien actúan.

De hecho, el único beneficio que podrá percibir la sociedad administradora por las actividades que desarrolle en favor del FIC es la remuneración a la que es acreedora, la cual es calculada de conformidad con criterios objetivos previstos en el reglamento, de modo que la misma no se determine de manera arbitraria por la misma sociedad administradora[146-147].

Ahora bien, como un aspecto práctico más allá de los deberes o prohibiciones plasmados en el texto normativo, no sobra mencionar que la participación de la sociedad administradora o del gestor externo en el FIC sobre el cual operan es un útil mecanismo para alinear los incentivos entre el agente y el principal. El mayor problema de dicha participación es el posible choque entre apetitos de riesgo/retorno, por lo cual la participación de los agentes en el FIC no debe pugnar con la política de inversión prevista en su reglamento y los intereses de los inversionistas del vehículo.

En todo caso, en Colombia, de cara a algunos conflictos de interés, el régimen adoptó una posición plenamente prohibitiva, salvo algunas excepciones a las que les aplican varios condicionamientos y el deber activo de gestionar los conflictos de interés resultantes[148]. Veamos[149].

Las sociedades administradoras de FICs o sus gestores externos no pueden ser contrapartes de los FICs sobre los que operen, ni siquiera de manera indirecta. Así mismo, tampoco pueden poner entre sí en calidad de contrapartes a los mismos FICs, fideicomisos u otros portafolios que estas operen.

Adicionalmente, las sociedades administradoras o los gestores externos no pueden comprar o vender, de manera directa o indirecta –con los recursos del FIC–, activos a los socios, representantes legales o empleados de la sociedad administradora o del gestor del que se trate. Tampoco a los cónyuges, compañeros permanentes, parientes dentro del segundo grado de consanguinidad,

146 Artículo 3.1.1.8.2 del Decreto 2555 de 2010.

147 Entre otros aspectos, la remuneración se debe causar con la misma periodicidad de la valoración, lo cual evita desincronizaciones en el esquema de incentivos de remuneración y los resultados del FIC. Ver artículo 3.1.1.8.2 del Decreto 2555 de 2010.

148 Artículo 3.1.1.10.2 (2) y (3) del Decreto 2555 de 2010.

149 Artículo 3.1.1.10.1 (7), (8), (9) (11), (13) del Decreto 2555 de 2010.

segundo de afinidad y único civil de aquellos, o a sociedades en las que alguno de los anteriores sea beneficiario real del 25% o más del capital social.

De otro lado, es altamente destacable que el régimen local prohíbe expresamente a la sociedad administradora y al gestor externo invertir los recursos del FIC en emisiones de la misma sociedad administradora o de dicho gestor. También están incluidas dentro de la prohibición las inversiones en titularizaciones en donde alguno de ellos sea la entidad originadora, o en valores que estén avalados, aceptados o garantizados por alguno de ellos.

De igual modo, se prohíbe adquirir con los recursos del FIC, directa o indirectamente, activos que esté colocando la sociedad administradora o el gestor externo, cuando el contrato de colocación sea en firme o garantizado y antes de finalizar el proceso de colocación (momento a partir del cual sí será posible adquirirlos).

Los recursos del FIC ni siquiera pueden ser destinados de manera directa o indirecta para dar apoyo de liquidez a la sociedad administradora o al gestor externo, a las subordinadas o matrices de los mismos o a las demás subordinadas de su matriz (vinculadas).

Los derechos políticos de las inversiones del FIC tampoco pueden ejercerse de manera directa o indirecta, en favor de la sociedad administradora o del gestor externo, o de personas vinculadas a ellos o cualquier otro tercero, ni en beneficio particular de algún inversionista específico del FIC.

Finalmente, la norma también prevé otros casos de conflictos de interés en los cuales existen restricciones a las operaciones realizables con vinculadas[150]. Todo lo anterior sin perjuicio de que existan muchísimos eventos que la regulación no previó (y no tenía que hacerlo), en los cuales puede surgir un conflicto de interés que ha de ser debidamente prevenido, revelado y administrado (según el caso concreto).

10. LIQUIDACIÓN DE FICS

Un FIC puede ser liquidado por varias razones. Algunas de ellas no son traumáticas y otras sí lo son.

La decisión de liquidación puede provenir de la sociedad administradora, en cuyo caso la adoptará la junta directiva, de manera motivada. En esta hipótesis, por ejemplo, de manera estratégica, la sociedad administradora quiere salir del negocio de administración de FICs.

150 Artículo 3.1.1.10.2 (4), (5) y (6) del Decreto 2555 de 2010.

La decisión de liquidación también puede provenir de causa prevista en el reglamento (como cuando venza el término de duración) o de la asamblea de inversionistas, caso en el cual no se requiere fundamentación[151].

Sin embargo, hay incidentes en los cuales la misma regulación ha previsto la liquidación del FIC, como consecuencia de ciertas causas. Por ejemplo, la imposibilidad con carácter definitivo que recaiga sobre la sociedad administradora o el gestor del que se trate para desarrollar su objeto social, cuando aquellos no sean reemplazables sin comprometer la integridad del FIC. Ocurre lo mismo cuando se tome posición de la sociedad administradora o del gestor respectivo, y cuando el reemplazo de aquellos no sea viable sin comprometer la integridad del FIC[152].

Respecto de circunstancias que atañen propiamente a un FIC, también es causa legal de liquidación, por ejemplo, que su patrimonio esté por debajo del equivalente a 2.600 smlmv[153]. Lo anterior quiere decir que se deberían evitar, por ejemplo, corridas masivas de inversionistas de FICs abiertos, las cuales son típicas por rumores o pánicos generalizados del mercado. Al mismo tiempo, la sociedad administradora debe tener en cuenta que una vez acaecida la causal de liquidación no se pueden constituir nuevas participaciones[154], por lo que la inyección de liquidez al FIC debe hacerse en un momento oportuno.

En todo evento de liquidación, para el inversionista es importante advertir que las redenciones quedan suspendidas, así como la negociación de los valores emitidos por el FIC, desde que se configura la causal. Un monitoreo activo por parte del inversionista podría evitarle quedar encerrado (hasta por un año), y liquidar la inversión de manera rápida (de ser posible según la naturaleza del FIC)[155].

La liquidación del vehículo se puede realizar en efectivo o en especie. Bien se podría vender los activos en los plazos y prórrogas que prevé el régimen local, o entregar los activos del FIC en especie a los inversionistas[156]. Generalmente, la liquidación en especie puede acarrear mayores problemas, tanto para los clientes inversionistas como para los inversionistas profesionales (*e.g.*, sobre-

151 Artículo 3.1.2.2.1 del Decreto 2555 de 2010.
152 Artículo 3.1.2.2.1 (4) y (6) del Decreto 2555 de 2010.
153 Artículo 3.1.2.2.1 (5) del Decreto 2555 de 2010.
154 Artículo 3.1.2.2.2 (1) del Decreto 2555 de 2010.
155 Artículo 3.1.2.2.2 (1) del Decreto 2555 de 2010.
156 Artículo 3.1.2.2.2 (7) del Decreto 2555 de 2010.

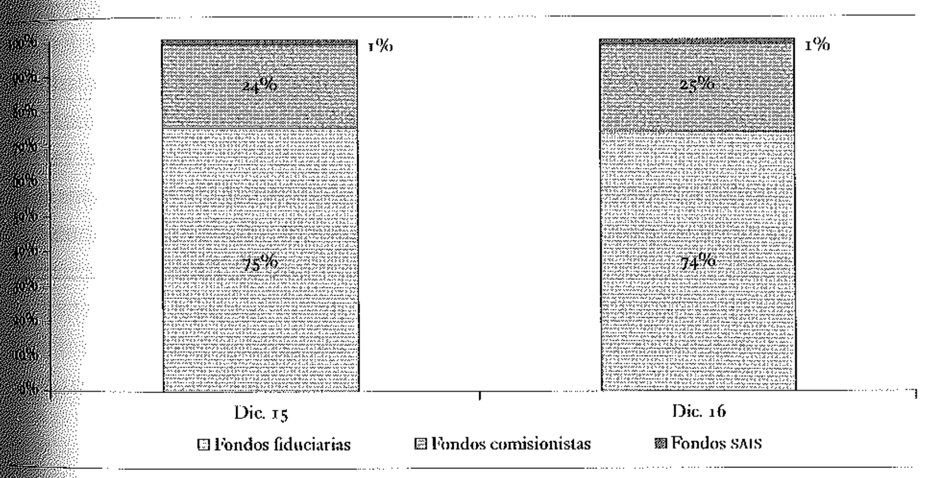
concentración, carga operativa, inexperiencia, inadmisibilidad de la inversión en el caso de inversionistas con régimen de inversiones, etc.).

II. ALGUNAS CIFRAS, Y EL POTENCIAL DE LOS FICS

Para finales del año 2011, el total de recursos administrados por la industria de FICs (en ese entonces denominados carteras colectivas) era de $37,4 billones. Para el corte anual de 2016, la industria de FICs administró $67,6 billones, un crecimiento del 19.8% de los recursos bajo administración, con un total de 307 FICs[157]. A la misma fecha, las sociedades fiduciarias son el tipo de sociedades administradoras de FICs preponderante en el mercado colombiano por recursos administrados.

En materia de competencia por la administración de FICs, existe un importante factor que contribuye a determinar quiénes tienen mayor participación de mercado. En este punto, se puede diferenciar entre sociedades administradoras independientes (aquellas no pertenecientes a un conglomerado) y sociedades administradoras denominadas "bancarizadas" o pertenecientes a un conglomerado.

GRÁFICO 4. PARTICIPACIÓN DE MERCADO POR TIPO DE SOCIEDAD ADMINISTRADORA DE FICS



Fuente: ASOFIDUCIARIAS. Informe Anual del Sector Fiduciario – 2016, marzo de 2017, p. 17.

157 ASOFIDUCIARIAS. Informe Anual del Sector Fiduciario 2016, cit., pp. 16-17.

La decisión de liquidación también puede provenir de causa prevista en el reglamento (como cuando venza el término de duración) o de la asamblea de inversionistas, caso en el cual no se requiere fundamentación[151].

Sin embargo, hay incidentes en los cuales la misma regulación ha previsto la liquidación del FIC, como consecuencia de ciertas causas. Por ejemplo, la imposibilidad con carácter definitivo que recaiga sobre la sociedad administradora o el gestor del que se trate para desarrollar su objeto social, cuando aquellos no sean reemplazables sin comprometer la integridad del FIC. Ocurre lo mismo cuando se tome posición de la sociedad administradora o del gestor respectivo, y cuando el reemplazo de aquellos no sea viable sin comprometer la integridad del FIC[152].

Respecto de circunstancias que atañen propiamente a un FIC, también es causa legal de liquidación, por ejemplo, que su patrimonio esté por debajo del equivalente a 2.600 smlmv[153]. Lo anterior quiere decir que se deberían evitar, por ejemplo, corridas masivas de inversionistas de FICs abiertos, las cuales son típicas por rumores o pánicos generalizados del mercado. Al mismo tiempo, la sociedad administradora debe tener en cuenta que una vez acaecida la causal de liquidación no se pueden constituir nuevas participaciones[154], por lo que la inyección de liquidez al FIC debe hacerse en un momento oportuno.

En todo evento de liquidación, para el inversionista es importante advertir que las redenciones quedan suspendidas, así como la negociación de los valores emitidos por el FIC, desde que se configura la causal. Un monitoreo activo por parte del inversionista podría evitarle quedar encerrado (hasta por un año), y liquidar la inversión de manera rápida (de ser posible según la naturaleza del FIC)[155].

La liquidación del vehículo se puede realizar en efectivo o en especie. Bien se podría vender los activos en los plazos y prórrogas que prevé el régimen local, o entregar los activos del FIC en especie a los inversionistas[156]. Generalmente, la liquidación en especie puede acarrear mayores problemas, tanto para los clientes inversionistas como para los inversionistas profesionales (*e.g.*, sobre-

151 Artículo 3.1.2.2.1 del Decreto 2555 de 2010.
152 Artículo 3.1.2.2.1 (4) y (6) del Decreto 2555 de 2010.
153 Artículo 3.1.2.2.1 (5) del Decreto 2555 de 2010.
154 Artículo 3.1.2.2.2 (1) del Decreto 2555 de 2010.
155 Artículo 3.1.2.2.2 (1) del Decreto 2555 de 2010.
156 Artículo 3.1.2.2.2 (7) del Decreto 2555 de 2010.

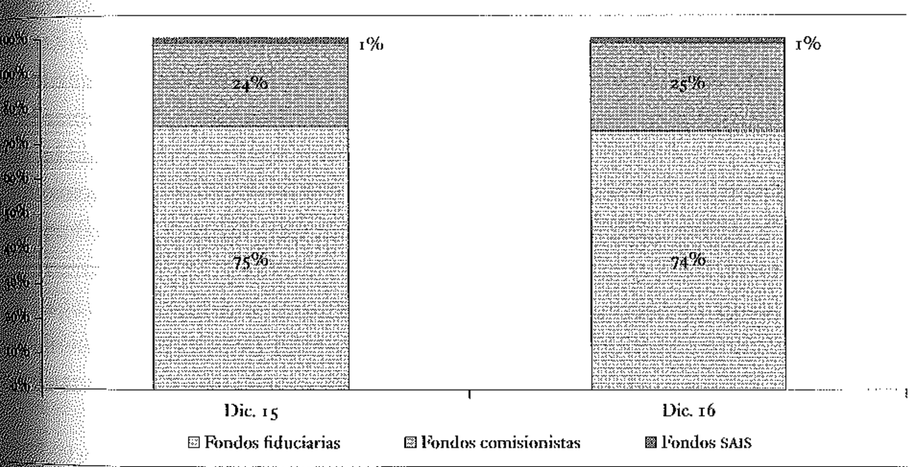
concentración, carga operativa, inexperiencia, inadmisibilidad de la inversión en el caso de inversionistas con régimen de inversiones, etc.).

II. ALGUNAS CIFRAS, Y EL POTENCIAL DE LOS FICS

Para finales del año 2011, el total de recursos administrados por la industria de FICs (en ese entonces denominados carteras colectivas) era de $37,4 billones. Para el corte anual de 2016, la industria de FICs administró $67,6 billones, un crecimiento del 19.8% de los recursos bajo administración, con un total de 307 FICs[157]. A la misma fecha, las sociedades fiduciarias son el tipo de sociedades administradoras de FICs preponderante en el mercado colombiano por recursos administrados.

En materia de competencia por la administración de FICs, existe un importante factor que contribuye a determinar quiénes tienen mayor participación de mercado. En este punto, se puede diferenciar entre sociedades administradoras independientes (aquellas no pertenecientes a un conglomerado) y sociedades administradoras denominadas "bancarizadas" o pertenecientes a un conglomerado.

GRÁFICO 4. PARTICIPACIÓN DE MERCADO POR TIPO DE SOCIEDAD ADMINISTRADORA DE FICS



Fuente: ASOFIDUCIARIAS. Informe Anual del Sector Fiduciario – 2016, marzo de 2017, p. 17.

157 ASOFIDUCIARIAS. Informe Anual del Sector Fiduciario 2016, cit., pp. 16-17.

La existencia de un grupo financiero al que llegue a pertenecer una sociedad administradora le permite a la misma contar con una ventaja competitiva para direccionar los clientes del conglomerado a la sociedad administradora de FICs. Lo anterior sin olvidar la mayor confianza que da al inversionista común el hecho de invertir con el "respaldo" de una matriz altamente reconocida. No obstante, las pequeñas firmas tienen oportunidad de crecimiento al especializarse en nichos de mercado específicos en los que son expertos, o que se encuentran desatendidos[158].

En todo caso, aún existe mucho potencial de crecimiento. Por ejemplo, para el año 2013, en Estados Unidos, los *mutual funds* tenían activos de alrededor de US$15 trillones. Dos trillones de dólares más pertenecían fundamentalmente a los *closed-end funds* y a los ETFs[159]. Estos montos han continuado en crecimiento, llegando a los US$19 trillones[160].

Para comprender la profundidad del mercado colombiano se debe observar la relación entre el PIB y los activos bajo administración. En Colombia, al cierre del año 2016, los activos administrados por la industria de fondos se acercaban al 9% del PIB. Mientras tanto, el PIB de Estados Unidos a cierre de 2016 en términos nominales fue de US$18.6 trillones[161], de modo que la profundidad del mercado de fondos ya ronda el 100% del PIB de dicho país.

A medida que la industria de FICs halle lugar para el crecimiento, también lo harán los grupos de interés relacionados. Esperamos que lleguen a ser una fuente significativa de empleo en el sector financiero (p. ej., en Estados Unidos, los empleados que prestan servicios a los fondos son alrededor de 174.000[162]). Así mismo, avizoramos que los próximos años estarán marcados por discusiones sobre el rol de los FICs en el gobierno corporativo de las empresas en las que invierten, sobre su impacto en la formación de precios en un mercado de valores pequeño como el colombiano, y sobre su contribución al riesgo sistémico y la confianza del inversionista retail[163-164].

158 WEILER. "Dynamics of Cross-Border Flow-Performance Relationships – The Case of European Equity (UCITS) Funds", cit., pp. 29-30.
159 GROHOWSKI y COLLINS. "The Structure and Regulation of Mutual Funds", cit., pp. 67-68.
160 Investment Company Institute. *2017 Investment Company Fact Book*, cit., pp. 7, 26.
161 Bureau of Economic Analysis – U.S. Department of Commerce, https://www.bea.gov/national/index.htm#gdp.
162 Investment Company Institute. *2017 Investment Company Fact Book*, cit., p. 23.
163 GOLD. *Fiduciary Finance – Investment Funds and the Crisis in Financial Markets*, cit., p. 7.
164 Ibíd., p. 136.

CONCLUSIÓN

Tras algunas pésimas experiencias en el mercado de valores para las personas naturales, el país se juega la confianza del inversionista del común. En el entretanto, no se vislumbra un panorama de crecimiento constante de canalización de recursos a dicho mercado por *e-trading*, ni por medio de contratos de administración de portafolios de terceros (APTs).

En cambio, como producto financiero, los FICs pueden tener un futuro prometedor. Poseen ventajas que sobresalen sobre otras opciones de inversión, pues permiten, a un menor costo, obtener una diversificación eficiente, asesoría y administración profesional de activos. Adicionalmente, los FICs proporcionan mayores condiciones de seguridad, salvaguarda de los activos y limitaciones a la realización de operaciones no autorizadas, algunos de los problemas más frecuentes en los mercados de valores.

Aunque los FICs se han venido masificando sustancialmente, hay mayores oportunidades de crecimiento, principalmente en la captación de recursos de personas naturales o de personas jurídicas que no ostenten la calidad de grandes inversionistas.

Con el régimen de FICs actualmente vigente y estudiado a lo largo de este capítulo, se incorporaron a la normativa local estándares internacionales para la regulación de fondos de inversión[165]. De tal forma, el país ha recogido parte de la experiencia de los mercados más desarrollados, y hoy existe un sólido cimiento en el aspecto legal para lograr una mayor madurez del mercado de FICs.

Finalmente, y dejando a un lado la regulación, no se puede perder de vista que los inversionistas siempre deben ser conscientes de los riesgos financieros que existen al participar en un FIC, pues son ellos quienes tendrán la decisión final en el momento de seleccionar a la sociedad administradora del vehículo de inversión y los responsables de conocer el reglamento del FIC.

Esperamos que esta contribución académica despierte el interés de la academia y de los participantes directos del mercado, con la finalidad de profundizar el desarrollo de los FICs.

165 Dirección General de Regulación Financiera - Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Documento Conceptual: Reforma Normativa – Fondos de Inversión en Colombia, 2011.

REFERENCIAS

LIBROS

ANDERSON, SETH; BORN, JEFFERY y SCHNUSENBERG, OLIVER. *Closed-end Funds, Exchange-traded Funds, and Hedge Funds – Origins, Functions, and Literature*, Springer Science, 2010.

BANKS, ERIK. *The Palgrave Macmillan Dictionary of Finance, Investment and Banking*, Palgrave Macmillan, 2010.

BASILE, IGNAZIO y FERRARI, PIERPAOLO. *Asset Management and Institutional Investors*, Springer International, 2016.

Black's Law Dictionary, 9.ª ed., West-Thomson Reuters Business, 2009.

CUMMING, DOUGLAS. *Private Equity: Fund Types, Risks and Returns, and Regulation*, John Wiley & Sons, 2010.

DEMARIA, CYRIL. *Private Equity Fund Investments. New Insights on Alignment of Interests, Governance, Returns and Forecasting. Global Financial Markets*, Palgrave Macmillan, 2015.

FAERBER, ESMÉ. *All about Bonds, Bond Mutual Funds and Bond ETFs*, 3.ª ed., McGraw-Hill Professional, 2009.

GOLD, MARTIN. *Fiduciary Finance – Investment Funds and the Crisis in Financial Markets*, Edward Elgar, 2010.

GROHOWSKI, ROBERT y COLLINS, SEAN. "The Structure and Regulation of Mutual Funds", en BAKER, KENT, FILBECK, GREG y KIYMAZ, HALIL. *Mutual Funds and Exchange-Traded Funds*, Oxford, 2016.

HASLEM, JOHN A. *Mutual Funds. Portfolio Structures, Analysis, Management, and Stewardship*, John Wiley & Sons, 2010.

HERRERA OSORIO, FREDY ANDREI. "Fondos de inversión colectiva y multifondos", en BENJUMEA BETANCUR, JOSÉ YESID y HERRERA OSORIO, FREDY ANDREI. *Estudios sobre el mercado de valores*, Universidad El Bosque, 2017.

HERRERA OSORIO, FREDY ANDREI. "Inversionistas y mercado de valores: una relación fundamental", en BENJUMEA BETANCUR, JOSÉ YESID y HERRERA OSORIO, FREDY ANDREI. *Estudios sobre el mercado de valores*, Universidad El Bosque, 2017.

HOLDEN, SARAH. "The Role of Mutual Funds in Retirement and Education Savings", en BAKER, KENT, FILBECK, GREG y KIYMAZ, HALIL. *Mutual Funds and Exchange-traded Funds*, Oxford, 2016.

HUDSON, MATHEW. *Funds. Private Equity, Hedge and All Core Structures*, Wiley Finance Series, 2014.

Investment Company Institute. *2017 Investment Company Fact Book – A Review of Trends and Activities in the Investment Company Industry*, ed. 57, 2017.

MADDEM, PETER y SYKES, THOMAS. *The International Encyclopedia of Mutual Funds, Closed-end Funds and REITs*, Routledge – The Glenlake Publishing Co., 2000.

Organisation for Economic Co-operation and Development. *Glossary of Statistical Terms*, 2008.

SOKOLOWSKA, EWELINA. *The Principles of Alternative Investments Management. A Study of the Global Market*, Springer International, 2016.

ST. GILLES, MARK, ALEXEEVA, EKATERINA y BUXTON, SALLY. *Managing Collective Investment Funds*, 2.ª ed., John Wiley & Sons, 2003.

ZAPATA VEIRA, SEBASTIÁN. "Inversionistas institucionales en inversiones alternativas y el desarrollo del mercado público de valores", en BENJUMEA BETANCUR, JOSÉ YESID y HERRERA OSORIO, FREDY ANDREI, *Estudios sobre el mercado de valores*, Universidad El Bosque, 2017.

ARTÍCULOS ACADÉMICOS

CLAVIJO, SERGIO, VERA, ALEJANDRO, MALAGÓN, DAVID, ZULUAGA, ANA MARÍA y AGUIRRE, MARÍA PAULA. *Fondos de inversión colectiva en Colombia: evolución y oportunidades*, ANIF, 2016, disponible en: http://www.anif.co/sites/default/files/investigaciones/anif-asofiduciarias0816.pdf Última consulta: 15 de septiembre de 2017.

DEL GUERCIO, DIANE, DANN, LARRY y PARTCH, MEGAN. "Governance and Boards of Directors in Closed-end Investment Companies", *Journal of Financial Economics*, 69, 2003.

OVALLE GALINDO, JUAN DAVID. "La estática regulación de los fondos de capital privado (private equity) en Colombia: propuestas de mejora normativa al Decreto 1242 de 2013 y demás leyes complementarias", *Revista de Derecho Privado*, n.º 52, julio-diciembre de 2014, Universidad de los Andes.

Thompson, John y Mok Choi, Sang. *Governance Systems for Collective Investment Schemes in OECD Countries*, OECD, 2001, disponible en: http://www.oecd.org/finance/financial-markets/1918211.pdf. Última consulta: 29 de septiembre de 2017.

TESIS DE MAESTRÍA

Weiler, Simon. "Dynamics of Cross-Border Flow-Performance Relationships – The Case of European Equity (UCITS) Funds", Master's Thesis, University of Applied Sciences (BFI) Vienna, 2014, publicada por Springer Gabler, 2015.

OTROS

ASOFIDUCIARIAS. Informe Anual del Sector Fiduciario 2016, marzo, 2017, disponible en: https://www.asofiduciarias.org.co/images/INFORMEECONOMICOYFINANCIERO2017.pdf. Última consulta: 13 de septiembre de 2017.

Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia. Guía de Estudio – Fondos de Inversión Colectiva, 2016, disponible en: http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20160905112713.pdf. Última consulta: 2 de octubre de 2017.

Bureau of Economic Analysis – U.S. Department of Commerce, en: https://www.bea.gov/national/index.htm#gdp. Última vez consultado: Octubre 2 de 2017.

Castaño Gutiérrez, Jorge. Ponencia en el evento "Profundización del Mercado de Capitales en Colombia", ANIF – Centro de Estudios Económicos; CAF – Banco de Desarrollo de América Latina y Bolsa de Valores de Colombia, 6 de septiembre de 2017, presentación de PowerPoint disponible en: https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf?lServicio=Publicaciones&lTipo=publicaciones&lFuncion=loadContenidoPublicacion&id=60913 Última consulta: 13 de septiembre de 2017.

Circular Básica Contable y Financiera de la Superintendencia Financiera de Colombia.

Circular Básica Jurídica de la Superintendencia Financiera de Colombia.

ColCapital – Asociación Colombiana de Fondos de Capital Privado. Reporte de Gestión de la Asociación Colombiana de Fondos de Capital Privado de 2016. Última consulta: 21 de octubre de 2017, disponible en: http://www.colcapital.org/wp-content/uploads/2017/02/ColCapital-Informe-de-Gesti%C3%B3n-2016.compressed.pdf. Última consulta: 2 de octubre de 2017.

Decreto 2555 de 2010.

Dirección General de Regulación Financiera – Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Documento Conceptual: Reforma Normativa – Fondos de Inversión en Colombia, 2011.

Ley 964 de 2005.

Proyecto de Decreto de Asesoría Profesional, cargado en la página web de la URF el 31 de octubre de 2017, disponible en: http://www.urf.gov.co/urf/faces/oracle/webcenter/portalapp/pages/ProyectoDecreto.jspx?_afrLoop=435965410439890 8&_afrWindowMode=0&_afrWindowId=wbx5uzms2_1#!%40%40%3F_afrWindowId%3Dwbx5uzms2_1%26_afrLoop%3D4359654104398908%26_afrWindowMode%3D0%26_adf.ctrl-state%3Dwbx5uzms2_21 Última consulta: 23 de noviembre de 2017.

Salamanca, David. Director de la URF. Ponencia en el evento "Profundización del Mercado de Capitales en Colombia", ANIF – Centro de Estudios Económicos, CAF – Banco de Desarrollo de América Latina y Bolsa de Valores de Colombia, 6 de septiembre de 2017.

Superintendencia Financiera de Colombia, Concepto 2012006574-004 del 17 de febrero de 2012.

U.S. Securities and Exchange Commission. Mutual Funds. A Guide for Investors. Office of Investor Education and Advocacy. 2007, disponible en: https://www.sec.gov/investor/pubs/sec-guide-to-mutual-funds.pdf. Última consulta: 29 de septiembre de 2017.

SERGIO RODRÍGUEZ AZUERO*

*Las calificadoras de riesgo y su responsabilidad por calificaciones defectuosas***

Las sociedades calificadoras de riesgo tienen en sus manos el curso de las economías y mercados financieros mundiales. El rol que tienen en el sistema financiero actual les otorga el poder de influir en la forma como se coloquen los excedentes de capital de todos los inversionistas a nivel mundial. En la práctica esto se traduce en la capacidad de influenciar en forma significativa a dónde van a parar miles de billones de dólares que se movilizan en el mercado de capitales. Si bien la actividad calificadora ha permitido mantener un sistema de medida del riesgo más o menos estandarizada y real, no puede desconocerse el impacto que en la opinión pública y las reflexiones de los reguladores suscitó la dura realidad de saber que, en la crisis hipotecaria de 2008, papeles que estaban calificados con alto grado de inversión pasaron de la noche a la mañana a no tener valor o a no podérseles asignar uno cierto. Y entonces resultó claro que, a pesar de la relevancia de la actividad calificadora en los mercados financieros, no existían claridad ni consenso sobre el régimen de responsabilidad aplicable a las calificadoras de riesgo por calificaciones defectuosas.

La política de desregulación financiera imperante desde el gobierno del presidente Reagan[1], junto con el poder de *lobby* del sector, impidieron en gran medida en Estados Unidos desarrollos legislativos específico sobre la materia, lo que al final se tradujo en desprotección jurídica de las víctimas. Solo en la última década ha habido desarrollos normativos concretos, y aún falta mucho camino por recorrer.

Este artículo pretende crear una imagen lo más clara posible de los principales regímenes de responsabilidad de los agentes calificadores por calificaciones defectuosas en el mundo, con base en el excelente trabajo de Brigitte Haar[2]

---

* Profesor emérito y honorario de la Universidad del Rosario, Bogotá. Autor de *Responsabilidad del fiduciario*, *Contratos bancarios* y *Negocios fiduciarios. Su significación en América Latina*. Socio fundador de CMS Rodríguez-Azuero.

** El autor expresa su reconocimiento al joven investigador rosarista Andrés Gómez por su apoyo en este trabajo, así como a la abogada Paula Ospina, de la Universidad de los Andes y quien hace parte de CMS Rodríguez-Azuero, por su contribución a la investigación.

1 1981.

2 Véase "Civil liability of credit rating agencies after CRA 3. Regulatory all-or-nothing approaches between immunity and over-deterrence", University of Oslo Faculty of Law Research Paper n.º 2013-02. Haar es LLM de la Universidad de Chicago y profesora de Derecho Financiero de la Goethe-Universität de Fráncfort.

y teniendo en cuenta, entre otros, al profesor colombiano Luis Miguel Falla Zúñiga[3]. Y busca, adicionalmente, determinar cuál es el régimen aplicable a este tipo de situaciones en el ordenamiento jurídico colombiano.

Como en todo negocio, en los negocios financieros de endeudamiento, propios de los mercados de capitales, existe el riesgo de que el deudor incumpla su obligación y, por tanto, el inversionista ponga en peligro su inversión, y aquí es donde entran a jugar las calificadoras de riesgo. Estas se encargan de determinar *ex ante* el riesgo de incumplimiento de los deudores en las operaciones financieras, con el fin de facilitar a los inversionistas la toma de decisiones a la hora de colocar sus recursos[4].

Considerando que dentro del sistema financiero global las calificadoras de riesgo son quienes estiman el riesgo de incumplimiento de los activos financieros circulantes, y que dicha estimación del riesgo crediticio influye en las decisiones de inversión de los inversionistas a nivel mundial, no es difícil evidenciar que ellas tienen la capacidad de influir en el destino de los excedentes de liquidez en el mercado financiero de un país o del mundo entero. Una empresa con una buena calificación tendrá acceso a mayores cantidades de dinero que una empresa con mala calificación, pero, sobre todo, a costos inferiores a los que se cobrarán a la menos bien calificada. Esto mismo sucede con los Estados, que como agentes económicos también son calificados por estas sociedades. Un Estado con una buena calificación tendrá mayor acceso y mejores condiciones de endeudamiento en el mercado financiero internacional comparado con un Estado con una calificación baja[5].

Las calificaciones defectuosas pueden generar graves daños a los inversionistas que, confiados en los cálculos de las sociedades calificadoras, invierten en activos financieros cuyo riesgo real puede ser mucho mayor que el riesgo calculado. El principal y más evidente daño al que se expone el inversionista es el de no llegar a recuperar su inversión. Lo que en derecho civil equivale a la noción de daño emergente. Sin embargo, los daños al inversionista no se limitan a la pérdida completa de su inversión, pues aunque la recupere puede sufrir un segundo tipo de daño: la pérdida de una remuneración justa y

3 Universidad de los Andes, *Revista de Derecho Privado* n.° 52 de diciembre de 2014.

4 Cuartas Mejía, V. y Escobar Gallo, H. *Diccionario Económico Financiero*, Medellín, Universidad de Medellín, 2006.

5 Uribe Estrada, M. "Una nueva regulación para las agencias calificadoras de riesgo en Colombia", *Revista de Derecho Privado*, 2011.

proporcional, esto es, del denominado lucro cesante. Este segundo tipo de daño, menos intuitivo para nosotros los abogados pero igual de real, puede entenderse de la siguiente manera: un principio básico de la actividad financiera es la proporcionalidad entre el riesgo crediticio y la utilidad de un activo financiero: a mayor riesgo de incumplimiento, mayor utilidad; y viceversa[6]. Si la utilidad de un activo financiero está calculada con base en un errado análisis del riesgo, es evidente que el monto de la utilidad esperada será igualmente equivocado. Un inversionista que reciba la utilidad correspondiente a un activo de bajo riesgo, por un activo que es de alto riesgo, se perderá la remuneración que realmente merecería.

Las calificaciones defectuosas por parte de este tipo de sociedades han jugado un rol muy importante en las últimas crisis financieras, principalmente con ocasión de la gran crisis hipotecaria de 2008, que, como se sabe, afectó gravemente la economía estadounidense y mundial. El rol que jugaron las sociedades calificadoras en la crisis norteamericana es analizado en páginas posteriores.

En atención a la importancia de las sociedades calificadoras en la economía y el sistema financiero mundial, los devastadores efectos que las calificaciones defectuosas pueden tener sobre los inversionistas, así como el rol que han jugado en las crisis financieras, el objeto de este artículo es describir los distintos debates y desarrollos normativos sobre la responsabilidad de las sociedades calificadoras de riesgo por calificaciones defectuosas en algunos países del mundo, para finalmente determinar cuál es el régimen aplicable a este tipo de situaciones en el ordenamiento jurídico colombiano. Con esta finalidad en mente, a manera de contexto, en primer lugar se determina el rol de las sociedades calificadoras en la crisis financiera de 2008 (1); en segundo lugar se estudian los regímenes de responsabilidad de las sociedades calificadoras en Estados Unidos, la Unión Europea y Australia, con base al trabajo de Haar (2), para finalmente encontrar cuál es el régimen de responsabilidad aplicable a estas sociedades en el régimen jurídico colombiano (3).

6 Hawley, F. "The Risk Theory of Profit", *The Quarterly Journal of Economics*, 1893, pp. 459-479.

I. EL ROL DE LAS CALIFICADORAS DE RIESGO EN LA CRISIS FINANCIERA DE 2008

El debate sobre la responsabilidad de los agentes calificadores por calificaciones defectuosas ha ganado importancia desde la crisis hipotecaria de 2008.

1.1. POLÍTICA EXPANSIVA DE CRÉDITO

Un factor determinante en el desarrollo de la crisis fue la política monetaria implementada por la Reserva Federal estadounidense, consistente en bajar de manera generalizada las tasas de interés en el país, manteniendo una política expansiva de crédito. La tasa de interés hipotecaria a 30 años (*30-year fixed-rate mortgages*) pasó de estar en el 8.05% en el año 2000 al 6.03% en el año 2008. Por otro lado, la tasa efectiva federal fue altamente disminuida desde el año 2000, pues de un 6.52% llegó a un mínimo histórico del 0.98% en diciembre de 2003; tales tasas de interés no se veían en Estados Unidos desde 1958[7].

1.2. ESTÍMULOS ESPECIALES AL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN

Junto con la introducción de numerosos estímulos para el sector inmobiliario, la mencionada política expansiva de crédito permitió a los bancos comerciales estadounidenses realizar créditos hipotecarios muy baratos para el ciudadano, lo que incentivó la compra incremental de bienes inmuebles en el país y produjo un verdadero *boom* en el desarrollo de la construcción. De igual manera, el contar con casa propia se volvió parte del famoso "sueño americano", pues había que tener, como en una época decía una publicidad de ahorros de un banco colombiano, "casa, carro y beca". El *boom* inmobiliario fue tan grande que una segunda casa pasó a formar parte de la noción de prosperidad americana; por esta razón, muchas familias aprovecharon las facilidades crediticias para adquirir más de un inmueble.

7 The Federal Reserve Board, 2017. Recuperado el 10 de julio de 2017, de: http://www.federalreserve.gov/releases

1.3. DESREGULACIÓN DE ACTORES COMO BANQUEROS DE INVERSIÓN QUE DISEÑARON PRODUCTOS FINANCIEROS PARTICULARMENTE COMPLEJOS

La canalización de recursos al sector inmobiliario venía aparejada con un proceso de desregulación financiera cuyas debilidades se pusieron en evidencia con la explosión de la crisis y con la caída de Lehman Brothers en 2008. La desregulación financiera en Estados Unidos comenzó a finales de los años setenta y ha sido entendida por la doctrina económica como una de las muchas causas de la crisis financiera de 2008[8]. Para ilustrar la manera como la desregulación financiera fomentó un ambiente de crisis, a continuación se analizan ciertos eventos de particular interés al respecto[9].

- *Garn-St. Germain Depository Institutions Act* de 1982: busca incentivar la industria inmobiliaria en Estados Unidos permitiendo que las asociaciones de ahorro y crédito y los bancos comerciales hagan préstamos hipotecarios con tasas de interés variable[10]. Una tasa de interés variable incentiva el crédito porque permite que los prestamistas transfieran al deudor el riesgo de la fluctuación del valor del dinero en el tiempo.
- *Commodity Futures Modernization Act* de 2000: desreguló los contratos de derivados financieros negociados por medio de mecanismos extrabursátiles, conocidos como OTC (*over-the-counter*)[11]. Entre los contratos de derivados financieros desregulados se hallan los contratos de permuta de incumplimiento crediticio o *credit default swaps*, que tuvieron un rol muy importante en el desarrollo de la crisis[12].

8 CROTTY, J. "Structural causes of the global financial crisis: a critical assessment of the 'new financial architecture'", *Cambridge Journal of Economics*, 2009.

9 El "Center for Economic and Policy Research" en el año 2009 realizó un reporte histórico de todos los eventos importantes de desregulación financiera en Estados Unidos. Informe disponible en: http://cepr.net/documents/publications/dereg-timeline-2009-07.pdf

10 MATTHEW, S. *A Short History of Financial Deregulation in the United States*, Washington, D.C., Center for Economic and Policy Research, 2009, disponible en: http://cepr.net/documents/publications/dereg-timeline-2009-07.pdf

11 Ibid.

12 GUEVARA TÉLLEZ, C. y PARRA ABISAMBRA, M. Credit Default Swaps (CDS) and Collateral Debt Obligation (CDO). Derivados financieros responsables de la crisis sub-prime de 2008 en Estados Unidos y una guía para el desarrollo del mercado de derivados exóticos en Colombia, Bogotá, 2013.

- Securitys and Exchange Commission (SEC): Consolidated Supervised Entities Program Voluntary Regulation de 2004. Creó el Consolidated Supervised Entities (CSE) que permitió disminuir las reservas mínimas de capital de los bancos de inversión y aumentó su margen de apalancamiento en sus operaciones[13].

La desregulación financiera, en suma, aportó al desarrollo de la crisis de dos formas principalmente: la primera, fomentando la ya mencionada política expansiva de crédito; la segunda, permitiendo que las entidades financieras tuvieran la oportunidad de asumir mayores riesgos con los dineros captados del público so pretexto de crear un mercado financiero mucho más dinámico y eficiente.

1.4. *COLLATERALIZED DEBT OBLIGATION* (CDO) O TITULARIZACIÓN DE CRÉDITOS HIPOTECARIOS

El negocio de un banco comercial consiste en captar dinero del público a una tasa baja de interés para después colocarla a una tasa de interés mayor. El margen entre la tasa de captación y la tasa de colocación (*tasa real*) es la utilidad bruta que percibe el banco por su actividad. Sin embargo, durante el periodo anterior a la crisis los bancos comerciales dejaron de producir sus mayores utilidades mediante esta forma de intermediación y comenzaron a producirla mediante la venta de cartera hipotecaria titularizada.

El banco, al otorgar préstamos hipotecarios, desembolsa una suma de dinero y a cambio recibe un crédito hipotecario (en la práctica, un pagaré respaldado con una garantía hipotecaria). Los créditos hipotecarios, si bien son considerados activos en el patrimonio del banco, no son activos líquidos[14], lo que los hacen muy poco atractivos. Los banqueros estadounidenses idearon una manera de convertir dichos créditos hipotecarios en dinero líquido y ganar una utilidad durante el proceso.

El banco, gracias a la política expansiva de crédito, tenía la capacidad de desembolsar una gran cantidad de créditos respaldados con hipoteca. El respaldo de la hipoteca era fundamental en esta operación, pues al estar respaldado con

13 MATTHEW. *A Short History of Financial Deregulation in the United States*, cit.

14 No es fácilmente convertible en dinero dado que el acreedor debe esperar a que transcurra el plazo del crédito para recuperar el dinero reembolsado y su utilidad.

los inmuebles se consideraba un crédito de "bajo riesgo". En este escenario, el banquero, en vez de esperar a que pase el tiempo para recuperar su dinero, agrupa *n* cantidad de títulos en un patrimonio autónomo, para posteriormente emitir títulos respaldados por dicho patrimonio al mercado financiero y colocarlos en el mercado, recuperando así *de inmediato* el dinero dado en préstamo y obteniendo una utilidad. Esta dinámica era bastante conveniente tanto para el inversionista como para el banco: el inversionista podía invertir su dinero en títulos de riesgo diversificado, a largo plazo y respaldados por hipotecas, y el banquero podía deshacerse de los mencionados pagarés, recibiendo dinero líquido más una utilidad sin tener que esperar al vencimiento. Este tipo de negocio fue denominado *collateralized debt obligation* (CDO) u obligación garantizada por deuda, mejor conocida en el derecho colombiano como titularización de cartera hipotecaria.

Los CDO son títulos garantizados con títulos de deuda, en este caso, deuda hipotecaria. El inversionista pagaba una suma de dinero determinada a los bancos por esos títulos y recibía posteriormente un pago periódico, proveniente de los ingresos por los pagos periódicos de los deudores de los créditos hipotecarios que respaldaban el CDO.

Estos títulos eran calificados por las sociedades calificadoras de riesgo previamente a su emisión. Debido a que eran respaldados por la responsabilidad patrimonial de deudores solventes y una garantía real hipotecaria, adquirieron las mejores calificaciones disponibles. Esto hizo que los CDO se volvieran un producto financiero muy demandado por múltiples inversionistas.

Con los CDO el negocio de los bancos se transformó sustancialmente, ya no se dedicaban a captar recursos y colocarlos para ganar una tasa de interés durante un tiempo, sino a fabricar CDO para venderlos a los inversionistas –nacionales e internacionales– y así adquirir grandes utilidades en menos tiempo.

1.5. CRECIMIENTO IRRACIONAL DEL CRÉDITO HIPOTECARIO PARA DEUDORES QUE NO REUNÍAN LOS REQUISITOS MÍNIMOS PARA SER DEUDORES (NINJAS)

Los CDO se volvieron la fuente de utilidades de los banqueros en Estados Unidos. Para construir CDO necesitaban una gran cantidad de créditos hipotecarios para titularizar; dicho de otra manera, requerían una gran cantidad de clientes para prestarles dinero y que dieran en hipoteca sus nuevos hogares. Con el pasar del tiempo la lista de clientes con capacidad de pago se empezó a acabar, es decir, se fueron quedando sin la materia prima para fabricar sus CDO.

- Securitys and Exchange Commission (SEC): Consolidated Supervised Entities Program Voluntary Regulation de 2004. Creó el Consolidated Supervised Entities (CSE) que permitió disminuir las reservas mínimas de capital de los bancos de inversión y aumentó su margen de apalancamiento en sus operaciones[13].

La desregulación financiera, en suma, aportó al desarrollo de la crisis de dos formas principalmente: la primera, fomentando la ya mencionada política expansiva de crédito; la segunda, permitiendo que las entidades financieras tuvieran la oportunidad de asumir mayores riesgos con los dineros captados del público so pretexto de crear un mercado financiero mucho más dinámico y eficiente.

1.4. *COLLATERALIZED DEBT OBLIGATION* (CDO) O TITULARIZACIÓN DE CRÉDITOS HIPOTECARIOS

El negocio de un banco comercial consiste en captar dinero del público a una tasa baja de interés para después colocarla a una tasa de interés mayor. El margen entre la tasa de captación y la tasa de colocación (*tasa real*) es la utilidad bruta que percibe el banco por su actividad. Sin embargo, durante el periodo anterior a la crisis los bancos comerciales dejaron de producir sus mayores utilidades mediante esta forma de intermediación y comenzaron a producirla mediante la venta de cartera hipotecaria titularizada.

El banco, al otorgar préstamos hipotecarios, desembolsa una suma de dinero y a cambio recibe un crédito hipotecario (en la práctica, un pagaré respaldado con una garantía hipotecaria). Los créditos hipotecarios, si bien son considerados activos en el patrimonio del banco, no son activos líquidos[14], lo que los hacen muy poco atractivos. Los banqueros estadounidenses idearon una manera de convertir dichos créditos hipotecarios en dinero líquido y ganar una utilidad durante el proceso.

El banco, gracias a la política expansiva de crédito, tenía la capacidad de desembolsar una gran cantidad de créditos respaldados con hipoteca. El respaldo de la hipoteca era fundamental en esta operación, pues al estar respaldado con

---

13 MATTHEW. *A Short History of Financial Deregulation in the United States*, cit.

14 No es fácilmente convertible en dinero dado que el acreedor debe esperar a que transcurra el plazo del crédito para recuperar el dinero reembolsado y su utilidad.

los inmuebles se consideraba un crédito de "bajo riesgo". En este escenario, el banquero, en vez de esperar a que pase el tiempo para recuperar su dinero, agrupa *n* cantidad de títulos en un patrimonio autónomo, para posteriormente emitir títulos respaldados por dicho patrimonio al mercado financiero y colocarlos en el mercado, recuperando así *de inmediato* el dinero dado en préstamo y obteniendo una utilidad. Esta dinámica era bastante conveniente tanto para el inversionista como para el banco: el inversionista podía invertir su dinero en títulos de riesgo diversificado, a largo plazo y respaldados por hipotecas, y el banquero podía deshacerse de los mencionados pagarés, recibiendo dinero líquido más una utilidad sin tener que esperar al vencimiento. Este tipo de negocio fue denominado *collateralized debt obligation* (CDO) u obligación garantizada por deuda, mejor conocida en el derecho colombiano como titularización de cartera hipotecaria.

Los CDO son títulos garantizados con títulos de deuda, en este caso, deuda hipotecaria. El inversionista pagaba una suma de dinero determinada a los bancos por esos títulos y recibía posteriormente un pago periódico, proveniente de los ingresos por los pagos periódicos de los deudores de los créditos hipotecarios que respaldaban el CDO.

Estos títulos eran calificados por las sociedades calificadoras de riesgo previamente a su emisión. Debido a que eran respaldados por la responsabilidad patrimonial de deudores solventes y una garantía real hipotecaria, adquirieron las mejores calificaciones disponibles. Esto hizo que los CDO se volvieran un producto financiero muy demandado por múltiples inversionistas.

Con los CDO el negocio de los bancos se transformó sustancialmente, ya no se dedicaban a captar recursos y colocarlos para ganar una tasa de interés durante un tiempo, sino a fabricar CDO para venderlos a los inversionistas –nacionales e internacionales– y así adquirir grandes utilidades en menos tiempo.

1.5. CRECIMIENTO IRRACIONAL DEL CRÉDITO HIPOTECARIO PARA DEUDORES QUE NO REUNÍAN LOS REQUISITOS MÍNIMOS PARA SER DEUDORES (NINJAS)

Los CDO se volvieron la fuente de utilidades de los banqueros en Estados Unidos. Para construir CDO necesitaban una gran cantidad de créditos hipotecarios para titularizar; dicho de otra manera, requerían una gran cantidad de clientes para prestarles dinero y que dieran en hipoteca sus nuevos hogares. Con el pasar del tiempo la lista de clientes con capacidad de pago se empezó a acabar, es decir, se fueron quedando sin la materia prima para fabricar sus CDO.

Fue así como, con el ánimo de seguir creando CDO para la venta y con el apoyo de la política de desregulación, los banqueros empezaron a otorgar préstamos a personas de menor capacidad económica, incrementado con ello su riesgo pero generando miles de créditos nuevos que podían titularizarse. Y entonces apareció un nuevo segmento que terminaría por conocerse en la literatura como el de los *ninjas*: *non incomes, non jobs, non assets*[15]. Los bancos prestaban su dinero esperando que, por el afán de no perder sus hogares, los *ninjas* empezaran a encontrar o recuperar sus empleos, lograran generar ingresos y pudieran así pagar sus créditos; si no lo lograban, igualmente quedaba la hipoteca como respaldo, por lo que el crédito seguiría siendo un crédito de bajo riesgo.

Los créditos hipotecarios otorgados a clientes *ninjas* fueron bautizados como créditos hipotecarios *subprime* o de baja calidad.

1.6. TITULARIZACIÓN DE HIPOTECAS *SUBPRIME*, LUEGO DE SACARLAS DEL BALANCE Y DE OBTENER UN COLATERAL DE UNA EMPRESA DE SEGUROS QUE PERMITIÓ OBTENER ALTAS CALIFICACIONES DE LAS RCA (ACR)

Cuando los clientes con capacidad de pago se estaban acabando, los banqueros utilizaron los créditos hipotecarios *subprime* para seguir estructurando nuevos CDO para la venta. Como se mencionó anteriormente, los CDO eran calificados por las sociedades calificadoras de riesgo previamente a su emisión, lo que puso en aprietos a los bancos por cuanto estos nuevos títulos, respaldados por créditos de baja calidad (pues los *ninjas* muy probablemente incurrirían en impago), no iban a obtener la calificación suficiente para ser considerados una inversión viable. Con el objetivo de obtener una calificación que les permitiese colocar los CDO respaldados por créditos hipotecarios *subprime*, los bancos acudieron a varias estrategias.

El primer mecanismo consistió en la diversificación del riesgo. Los bancos agruparon los créditos hipotecarios *subprime* con otros créditos menos riesgosos. De igual manera, hicieron emisiones divididas en varios tramos de riesgo alto, medio y bajo (*equity bonds*, *mezzanine bonds* y *much sought-after investment grade bonds*). Los últimos, los de menor riesgo, llegaban a adquirir por parte de las calificadoras de riesgo un *grado de inversión*, lo que los seguía haciendo atractivos para los inversionistas[16].

El segundo mecanismo consistió en respaldar los CDO *subprime* con los *credit default swap* (CDS) o contratos de permuta de incumplimiento crediticio. Por medio de estos, una entidad financiera asumía el riesgo de incumplimiento de la deuda a cambio de una prima. En el caso de que los deudores *subprime* de los CDS incumplieran, la aseguradora asumiría el pago de la deuda. De esta manera los *equity bonds* y los *mezzanine bonds* fueron calificados por las sociedades calificadoras de riesgo como bonos aptos para la inversión. Los CDO respaldados por CDS fueron llamados CDO sintéticos.

1.7. EL *CRASH* DE LA BURBUJA INMOBILIARIA Y EL ESTALLIDO DE LA CRISIS

Se está frente a una burbuja económica cuando el valor de cambio de un activo aumenta de tal manera que se aleja por completo de su valor real o intrínseco. Considerando que los precios del mercado tienden a equilibrarse con el pasar del tiempo, toda burbuja económica está llamada a estallar (*crash*). Se entiende que una burbuja económica estalla cuando el valor de cambio del activo vuelve a reflejar el valor real o intrínseco del mismo. Esto genera graves pérdidas a los propietarios del activo que lo habían adquirido en la parte alta de los precios, pues su valor de cambio sufre una bajada abrupta[17].

La política expansiva de crédito fue el inicio de una burbuja inmobiliaria en Estados Unidos. Como se mencionó anteriormente, la baja en las tasas de interés para los créditos hipotecarios incentivó la compra de más y más inmuebles con el dinero prestado por los bancos. Esto hizo que el precio de los inmuebles empezara a subir descontroladamente, pues la gente tenía la posibilidad de comprarlos sin importar en cuánto aumentara su precio gracias a los muy accesibles créditos hipotecarios. Este aumento sostenido en el precio de los bienes inmuebles condujo a que actores del mercado empezaran a especular con su valor, comprando casas hoy para venderlas mañana mucho

15 Sin ingresos, sin trabajo, sin inversiones.

16 Osorio, J. A. *La burbuja inmobiliaria en Estados Unidos*, Banco Central de Reserva de El Salvador, 2008.

17 Ghosh, S., Radhakirshnan, S., Srinidhi, B. y Su, L. "Recognition of Future News in Earnings and Price Bubbles in Experimental Asset Markets", *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 2015.

más caras, lo que contribuyó aún más a la configuración de la mencionada burbuja inmobiliaria[18].

El estallido o *crash* de la burbuja en el sector inmobiliario fue determinante para el estallido de la crisis sistémica. Como los deudores de los créditos hipotecarios cayeron en un masivo estado de incumplimiento e insolvencia, las hipotecas debieron ser masivamente ejecutadas. El remate de bienes inmuebles también se tornó masivo, causando una oferta excesiva de bienes inmuebles que terminó en un bajonazo intempestivo de su precio. Finalmente el precio de los inmuebles se corrigió, afectando a los acreedores de dicha cartera hipotecaria, pues el valor de los inmuebles era incapaz de cubrir el valor de la deuda, lo que resultó en la pérdida de la inversión para todos los inversionistas que colocaron su dinero en títulos respaldados por dicha cartera hipotecaria; quienes compraron CDO y CDO sintéticos perdieron todo o parte significativa del dinero invertido. Vale la pena aclarar que aunque fuesen inversores privados, muchos de ellos manejaban dinero del público: tal es el caso de los fondos de pensiones, fondos mutuos y fondos de cobertura. Los incumplimientos masivos también afectaron a las sociedades aseguradoras, que por medio de los *credit default swaps* asumieron el riesgo de impago de dichos créditos hipotecarios.

Como se puede observar, las causas de la crisis financiera son muchas, sin embargo, no se puede ignorar el rol de las calificadoras de riesgo en el desarrollo de la misma. Fueron ellas quienes calificaron las emisiones hechas por los bancos (o sus filiales). Las calificaciones defectuosas se hicieron más evidentes cuando, al borde de la crisis y siendo ya evidente la situación de impago que se iba generalizando, las calificadoras de riesgo siguieron calificando aquellos CDO con grado de inversión.

A manera de ejemplo, en 2008, Standard & Poor's, una de las tres calificadoras de riesgo dominantes en el mercado mundial, "fue altamente señalada por falta de objetividad pues concedió calificaciones de AAA (la mayor calificación posible) a CDO que poco tiempo después se consideraron como hipotecas basura"[19]. Por su lado, Fitch Ratings, otra de las tres calificadoras más grandes, también fue altamente cuestionada por haber otorgado las más altas calificaciones a CDO de alto riesgo.

18 Guevara Téllez y Parra Abisambra. Credit Default Swaps (CDS) and Collateral Debt Obligation (CDO), cit.

19 Ibíd., p. 35.

La participación de las calificadoras de riesgo en la crisis de 2008 ha puesto sobre la mesa en los ambientes académicos el debate sobre su responsabilidad por calificaciones defectuosas frente a los inversionistas.

En el trabajo *Los regímenes de responsabilidad de las sociedades calificadoras en Estados Unidos, la Unión Europea y Australia*, la respetada profesora Brigitte Haar ha hecho muy interesantes reflexiones sobre el debate acerca de la responsabilidad de las calificadoras de riesgo en los principales ordenamientos jurídicos mundiales. Estas reflexiones se presentan de manera didáctica en las siguientes páginas[20].

2.1. ESTADOS UNIDOS

2.1.1. LA JURISPRUDENCIA Y LA PRIMERA ENMIENDA CONSTITUCIONAL

Durante muchos años y aun antes de la crisis, las sociedades calificadoras se defendieron frente a los eventuales procesos de responsabilidad que sufrieron en su contra invocando la primera enmienda constitucional de Estados Unidos: el derecho fundamental a la libertad de expresión. Para las sociedades calificadoras su trabajo consiste simplemente en dar opiniones: así como como la *Guía Michelin* opina sobre la calidad de los restaurantes, ellos opinan sobre el riesgo de incumplimiento de una persona o un título. Las calificadoras aducen que, existiendo la libertad de opinar, no pueden ser responsables si, habiendo dado una opinión de buena fe, en el futuro el negocio resulta mal. Lamentablemente esta tesis fue acogida por la jurisprudencia estadounidense en el caso *California Public Employees Retirement System v. Moody's Corp.*[21].

Esta posición acogida por la jurisprudencia norteamericana es realmente infortunada. No es posible comparar una opinión sobre un restaurante con una opinión sobre el riesgo crediticio de una persona o una emisión que será utilizada por miles de inversionistas como pauta para tomar sus decisiones, pues el asunto se vuelve una cuestión de interés público. De igual manera, se desconoció que este es un servicio remunerado y cuya finalidad es proteger

20 Haar. "Civil liability of credit rating agencies after CRA 3", cit.

21 *Cal. Pub. Employees' Retirement Sys. v. Moody's Corp.*, n.° CGC-09-490241 (Cal. App. Dept' Super. Ct. July 9, 2009) § 47, 38, http://online.wsj.com/public/resources/documents/calpers.pdf (consultado el 12 de julio de 2017).

al mercado en general. Argumentar que se trata de una opinión y lavarse las manos con ese argumento es totalmente inaceptable pues equivale a fomentar el actuar negligente y de mala fe.

Otro punto importante que se ha esgrimido es que no es posible adivinar el futuro, y por ende responsabilizar a una calificadora por haber dado una calificación defectuosa parece algo debatible. Frente a esto cabe aclarar que la calificadora cuenta con datos y mecanismos objetivos que le permiten medir de manera más o menos cierta el riesgo de incumplimiento de una deuda. En todo caso es para que haga una previsión razonable sobre el futuro comportamiento del emisor que se le contrata. Ese es el mensaje que pasa al mercado, su mayor o menor expectativa de que el deudor sea capaz de honrar sus obligaciones. Una calificadora no se puede escudar en este tipo de argumentos cuando se trata de un defecto completamente evidente y grosero, pues sería tanto como auto relevarse del incumplimiento de sus obligaciones y de sus efectos, esto es, de participar en un mercado exonerándose en forma anticipada de respaldar su dicho profesional por cuya emisión ha sido remunerado.

2.1.2. LA REFORMA DODD-FRANK (REFORMA DE WALL STREET Y PROTECCIÓN AL CONSUMIDOR)

Como respuesta a la crisis se aprobó en el Congreso de Estados Unidos la reforma conocida como Dodd-Frank, durante el gobierno del presidente Obama. Esta reforma modificó la regla 436g del *Securities Act* de 1993, abriendo la puerta a que las sociedades calificadoras de riesgo respondan frente a los inversionistas cuando por negligencia o dolo efectúan una calificación defectuosa. Según esta nueva norma, los agentes calificadores responden como expertos, lo que quiere decir que solo se pueden exonerar de responsabilidad si demuestran que existían evidencias objetivas en apoyo de su defectuosa calificación[22].

Como explica Haar, esta normativa no ha tenido mayor efecto en los mercados financieros estadounidenses, pues las calificadoras de riesgo, con el ánimo de evitar cualquier responsabilidad, empezaron a incluir cláusulas contractuales que impiden a las entidades emisoras registrar en el formulario de emisión (*registration statements*) la calificación otorgada. De esta manera no se hace oponible a los inversionistas la calificación dada por la calificadora y, por ende, han evadido cualquier responsabilidad frente al inversionista.

2.2. EUROPA

2.2.1. ALEMANIA

La primera reflexión que hace Haar en su trabajo es que la relación de la agencia calificadora es con el emisor y no con el inversionista. El efecto relativo del contrato (*res inter alios acta*) es el principal obstáculo hacia la responsabilidad de las calificadoras de riesgo por calificaciones defectuosas, por lo cual este será el punto de partida del debate doctrinario para estructurar dicha teoría de la responsabilidad.

A pesar de que hay un gran número de posiciones doctrinarias al respecto, se destacan tres que han sido debatidas en Alemania. Veamos.

- *La teoría de la estipulación a favor de otro.* Un sector de la doctrina ha sostenido que en este particular caso debe reconocerse la existencia de un acuerdo implícito que refleja una estipulación a favor de tercero. Según esta teoría debe entenderse que en el contrato entre la calificadora y el emisor existe una estipulación a favor de los inversionistas. Esta teoría es bastante recursiva y puede ayudar a estructurar una eventual responsabilidad a favor de los inversionistas, sin embargo, algunos críticos han mostrado ciertas deficiencias en ella, como la falta de claridad en cuanto al contenido del derecho en favor de los inversionistas. De igual manera, una teoría de la responsabilidad de las agencias calificadoras de riesgo no puede llegar al extremo de trasladar el riesgo de insolvencia a estas sociedades calificadoras pues, evidentemente, ellas no son garantes ni avalistas de la emisión.
- *La teoría del carácter profesional como fuente de responsabilidad cuasi-contractual.* A juicio de Haar, el carácter profesional de las sociedades calificadoras de riesgo puede constituir una fuente de responsabilidad cuasi-contractual a favor del inversionista. Lo anterior con base en el artículo 311 BGB (Código Civil) que consagra en su parágrafo 3 que las personas con altos niveles de confianza que influyan en la etapa precontractual de un contrato están obligadas a responder. Al ser las sociedades calificadoras de riesgo profesionales en su materia, es común que los inversionistas tomen sus decisiones de inversión confiando en la opinión de estas sociedades; por esta razón y en concordancia

22 La eficacia de esta reforma ha quedado en vilo ante los anuncios del presidente Trump conocidos al cerrarse la preparación de este trabajo.

con la norma citada, estarían llamadas a responder frente a los inversionistas bajo el régimen civil alemán.

• *La teoría del dolo y la negligencia como fuente de responsabilidad extracontractual.* El Código Civil alemán contiene una cláusula general de responsabilidad en su artículo 826, el cual puede ser usado como fundamento de una eventual responsabilidad de las calificadoras de riesgo. Este artículo consagra que toda persona es responsable por cualquier daño causado a otra siempre que dicho daño se ocasione por la contravención a una norma de derecho público, de la ciencia o la confianza. Esta responsabilidad solo podría ser alegada en caso de que la sociedad calificadora actúe con dolo o clara negligencia.

2.2.2. RESPONSABILIDAD EN OTROS PAÍSES DE LA UNIÓN EUROPEA

Haar muestra como un estudio de derecho comparado ha determinado que las calificadoras de riesgo suelen incluir en sus contratos con los emisores cláusulas exonerativas de responsabilidad a su favor. Como no es el tema de este artículo, solo cabe comentar que este tipo de cláusulas son generalmente sancionadas con nulidad o ineficacia, máxime cuando media dolo o negligencia grave por parte del deudor.

En relación con la responsabilidad de las calificadoras de riesgo, el legislador francés no ha sido ajeno a esta problemática y ha incluido en el artículo L. 544-5 del Código Monetario y Financiero una fuente de responsabilidad en cabeza de las agencias calificadoras cuando la agencia haya desconocido la regulación sobre calificaciones de la Unión Europea. En otros casos del mismo país se ha condenado a las sociedades calificadoras por medio del régimen general civil y comercial.

En el Reino Unido la responsabilidad de los agentes calificadores también ha sido codificada en el *Financial Services and Markets Act* de 2010. La doctrina, a su turno, afirma que dicha responsabilidad puede justificarse de igual manera en acciones extracontractuales como el *promissory estoppel* o el régimen general de responsabilidad civil (*tort law*).

2.2.3. REGLAMENTO N.° 462 DE 2013 DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO, DE 21 DE MAYO DE 2013

Este reglamento incluye un claro régimen de responsabilidad en cabeza de las agencias calificadoras frente a los inversionistas. En atención a que "las

calificaciones crediticias, emitidas con fines reglamentarios o con otros fines, tienen un impacto significativo en las decisiones de inversión y en la imagen y el atractivo financiero de los emisores" (Parlamento Europeo y del Consejo, 2013, art 32), las calificadoras de riesgo deben responder frente a los inversionistas en caso de que incumplan los estándares definidos en el Reglamento (CE) n.° 1060 de 2009; esto con base en los artículos 32, 33 y 34 de la citada normativa. Según esta, las calificaciones llevadas a cabo por dichas entidades deben ser "independientes, objetivas y de calidad adecuada". Esta responsabilidad es limitada en caso de que infrinjan dichos estándares de forma deliberada o por negligencia grave.

De igual manera, dicho reglamento exhorta a los países miembros, en su artículo 35, a crear un régimen de responsabilidad de las calificadoras frente a los inversionistas por negligencia grave para los asuntos no regulados en dicha normativa.

2.3. AUSTRALIA Y LA RESPONSABILIDAD POR PRODUCTOS DEFECTUOSOS

Sin duda la posición más interesante en esta historia es la de Australia, cuyo antecedente más importante es la sentencia contra una calificadora de gran tamaño: Standard & Poor's. Se trata del caso *Baturs Regional Counsil v. Local Goverment Financial Services PTW Ltd.*, de 5 de junio de 2012.

La Corte encontró responsable a Standard & Poor's, junto con otros dos partícipes, de la pérdida sufrida por trece administraciones locales en Australia que compraron unas emisiones que en su momento fueron calificadas con la mayor calificación posible (AAA).

La agencia calificadora esbozó el ya mencionado argumento de la libertad de opinión para intentar exonerarse de responsabilidad, sin embargo, los magistrados desecharon el argumento aduciendo que, puesto que las agencias prestan un servicio, a estas le es aplicable la responsabilidad por productos defectuosos. En otras palabras, considerándose por la doctrina y la jurisprudencia como un ejemplo clásico de responsabilidad especial, lo que se considera es que el mercado y los consumidores pueden reclamar simplemente por el hecho probado de que el producto no sirva para la finalidad que fue contratado.

Esta tesis es tanto innovadora como protectora de los intereses de los inversionistas, al ir más allá de la responsabilidad profesional para plantear un escenario de responsabilidad objetiva. Si a un productor (en este caso, la calificadora de riesgo) se le establece establezco que su producto defectuoso tiene

que responder por él por el daño causado, independientemente de si medió culpa o dolo en su proceder.

3. HACIA UNA TEORÍA DE LA RESPONSABILIDAD EN COLOMBIA

A diferencia de lo que ocurre en los regímenes estadunidense y europeo, en el de Colombia no existe en la actualidad un régimen especial que regule la responsabilidad de las calificadoras de riesgo por calificaciones defectuosas frente al inversionista.

3.1. LA RESPONSABILIDAD POR PRODUCTOS DEFECTUOSOS

La innovadora tesis sostenida por la Corte australiana puede ser perfectamente aplicable al escenario colombiano gracias al robusto régimen de protección al consumidor que Colombia ha desarrollado en la última década.

3.1.1. EL RÉGIMEN DE RESPONSABILIDAD POR PRODUCTOS DEFECTUOSOS EN COLOMBIA

La responsabilidad por productos defectuosos en Colombia tiene su génesis en el artículo 78 de la Constitución Política que reza:

> La ley regulará el control de calidad de bienes y servicios ofrecidos y prestados a la comunidad, así como la información que debe suministrarse al público en su comercialización.
>
> *Serán responsables, de acuerdo con la ley, quienes en la producción y en la comercialización de bienes y servicios, atenten contra la salud, la seguridad y el adecuado aprovisionamiento a consumidores y usuarios.*
>
> El Estado garantizará la participación de las organizaciones de consumidores y usuarios en el estudio de las disposiciones que les conciernen. Para gozar de este derecho las organizaciones deben ser representativas y observar procedimientos democráticos internos (resaltado fuera de texto).

En desarrollo de este precepto constitucional, el Régimen General de Protección al Consumidor (Ley 1480 de 2011) consagra:

> Artículo 5, numeral 17: "Producto defectuoso es aquel bien mueble o inmueble que en razón de un error en el diseño, fabricación, construcción, embalaje o información, no ofrezca la razonable seguridad a la que toda persona tiene derecho".
>
> Artículo 6: "Todo productor debe asegurar la idoneidad y seguridad de los bienes y servicios que ofrezca o ponga en el mercado, así como la calidad ofrecida".
>
> Artículo 20: "El productor y el expendedor serán solidariamente responsables de los daños causados por los defectos de sus productos, sin perjuicio de las acciones de repetición a que haya lugar".
>
> Artículo 21: "Para determinar la responsabilidad, el afectado deberá demostrar el defecto del bien, la existencia del daño y el nexo causal entre este y aquel".

Con base en la normativa constitucional expuesta y en las normas del régimen general del consumidor, es claro que todo productor es responsable por los daños ocasionados por los defectos de sus productos. De igual manera, vale la pena resaltar cómo este régimen de responsabilidad se erige como un régimen objetivo o sin culpa, esto por cuanto el artículo 22[23] de la citada ley contiene una lista taxativa de los eximentes de responsabilidad que puede alegar el productor, dentro de los cuales no se encuentra la debida diligencia o la ausencia de culpa[24].

---

23 Artículo 2.2: "Solo son admisibles como causales de exoneración de la responsabilidad por daños por producto defectuoso las siguientes:
"1. Por fuerza mayor o caso fortuito;
"2. Cuando los daños ocurran por culpa exclusiva del afectado;
"3. Por hecho de un tercero;
"4. Cuando no haya puesto el producto en circulación;
"5. Cuando el defecto es consecuencia directa de la elaboración, rotulación o empaquetamiento del producto conforme a normas imperativas existentes, sin que el defecto pudiera ser evitado por el productor sin violar dicha norma;
"6. Cuando en el momento en que el producto fue puesto en circulación, el estado de los conocimientos científicos y técnicos no permitía descubrir la existencia del defecto. Lo anterior, sin perjuicio de lo establecido en el artículo 19 de la presente ley.
"Parágrafo. Cuando haya concurrencia de causas en la producción del daño, la responsabilidad del productor podrá disminuirse".

24 Apráez, B. E. "La responsabilidad por producto defectuoso en la Ley 1480 de 2011. Explicación a partir de una obligación de seguridad de origen legal y constitucional", *Revista de Derecho Privado*, 2015.

3.1.2. EL RÉGIMEN DE RESPONSABILIDAD POR PRODUCTOS DEFECTUOSOS COMO FUENTE ESTRUCTURAL DE UNA EVENTUAL RESPONSABILIDAD DE LAS AGENCIAS CALIFICADORAS POR CALIFICACIONES DEFECTUOSAS FRENTE AL INVERSIONISTA

Si bien en Colombia existe un régimen especial de protección al consumidor financiero consagrado en la Ley 1328 de 2009, el régimen general de protección al consumidor –que contiene la responsabilidad por productos defectuosos– es perfectamente aplicable en caso de que exista un vacío en el régimen especial[25]. Lo anterior lleva a la inequívoca conclusión de que, en caso de que a una relación financiera le sea aplicable el régimen especial, subsidiariamente aplicará también el régimen general de la Ley 1480 de 2011.

3.1.2.1. APLICABILIDAD DEL RÉGIMEN ESPECIAL DE PROTECCIÓN DEL CONSUMIDOR A LAS SOCIEDADES CALIFICADORAS DE RIESGO

El régimen de protección al consumidor financiero es aplicable a las sociedades calificadoras de riesgo puesto que este aplica a todas las relaciones surgidas entre una entidad vigilada por la Superintendencia Financiera y un consumidor financiero (art. 1 Ley 1328 de 2009). Teniendo en cuenta que las sociedades calificadoras de riesgo son entidades sujetas a la autorización, inspección, vigilancia y control de la Superintendencia Financiera (art. 2.22.1.1.1 Decto. 2555 de 2010), este régimen les sería aplicable.

3.1.2.2. APLICABILIDAD DEL RÉGIMEN ESPECIAL DE PROTECCIÓN DEL CONSUMIDOR A LOS INVERSIONISTAS AFECTADOS POR UNA CALIFICACIÓN DEFECTUOSA

En cuanto a la aplicación respecto de los inversionistas, es importante concretar el concepto de consumidor pues, como se mencionó, la Ley 1328 de 2009 aplica siempre que haya una entidad vigilada y un consumidor. El literal d del artículo 2 del régimen del consumidor financiero define el concepto de consumidor de una manera bastante amplia, consagrando que será consumidor

---

25 Superintendencia Financiera de Colombia. Concepto 2013008465-008, 8 de julio de 2013.

cualquier cliente, usuario o cliente potencial. Estos conceptos son definidos por el mismo artículo de la siguiente manera:

- "Cliente: Es la persona natural o jurídica con quien las entidades vigiladas establecen relaciones de origen legal o contractual, para el suministro de productos o servicios, en desarrollo de su objeto social".
- "Usuario: Es la persona natural o jurídica quien, sin ser cliente, utiliza los servicios de una entidad vigilada".
- "Cliente Potencial: Es la persona natural o jurídica que se encuentra en la fase previa de tratativas preliminares con la entidad vigilada, respecto de los productos o servicios ofrecidos por esta".

Si se recuerda que no existe relación jurídica entre el inversionista y la sociedad calificadora, el inversionista no puede ser considerado cliente. Por esta razón, el concepto de usuario abriría el camino para estructurar una eventual responsabilidad de las sociedades calificadoras a favor de los inversionistas, pues la ley entiende como usuario cualquier persona que utilice los servicios de una entidad vigilada por la Superintendencia Financiera, sin que sea necesaria una relación jurídica previa. Considerando lo anterior, el inversionista que es afectado por una calificación defectuosa, al ser considerado *usuario* y por ende *consumidor*, podría apoyarse en el estatuto del consumidor financiero para buscar una eventual indemnización.

3.1.2.3. APLICABILIDAD DE LA RESPONSABILIDAD POR PRODUCTOS DEFECTUOSOS A LA ACTIVIDAD CALIFICADORA

Considerando: (i) que el régimen de protección al consumidor financiero es aplicable tanto a las sociedades calificadoras como al inversionista perjudicado por una defectuosa calificación; (ii) que en dicho régimen no existe regulación expresa sobre la eventual responsabilidad de las sociedades calificadoras de riesgo por calificaciones defectuosas, y (iii) que en caso de vacío en el régimen especial del consumidor debe aplicarse el régimen general del consumidor de la Ley 1480 de 2010, podría concluirse que, en este caso particular, es aplicable el régimen general del consumidor que contiene la responsabilidad del productor por productos defectuosos. Como ya se explicó, la responsabilidad por productos defectuosos consiste en que todo productor es responsable por los daños ocasionados al consumidor por los defectos de sus productos. El régimen general de protección al consumidor, en su artículo 5, define el concepto

de producto como "todo bien o servicio", definiendo a su vez el concepto de productor como "quien de manera habitual, directa o indirectamente, diseñe, produzca, fabrique, ensamble o importe productos". Puesto que la calificación es un servicio, dicha actividad debe ser entendida como un producto, y como las sociedades calificadoras de riesgo ejecutan dicha actividad de manera habitual, a la luz de esta normativa deben ser consideradas como productores.

Un posible contraargumento a esta posición sería el de que la responsabilidad por productos defectuosos solo es aplicable en caso de que se trate de bienes, esto con base en el numeral 17 del artículo 5 del régimen general de protección al consumidor[26] que no contiene el concepto de servicio dentro de la definición de producto defectuoso. Esta crítica es de recibo puesto que la misma ley *en artículos posteriores* sí los incluye; en efecto, el artículo 6.º[27] incluye el concepto de *servicios* dentro del concepto de *producto*, y el artículo 20[28] consagra la responsabilidad del productor por productos defectuosos.

3.1.2.4. RESPONSABILIDAD NO PUEDE SER SINÓNIMO DE ASUNCIÓN DE UN RIESGO

Asumir un riesgo y responder por negligencia o dolo en el actuar deben mantenerse como conceptos totalmente diferentes. Por eso, y porque no cabría una aplicación analógica de responsabilidades objetivas, que son una excepción frente a la responsabilidad subjetiva que constituye el principio general en Colombia, pensamos que la responsabilidad por calificaciones defectuosas solo puede operar cuando haya mediado negligencia grave o dolo en el actuar de la sociedad calificadora. Las sociedades calificadoras no pueden asegurar que el deudor pagará en un futuro, pero pueden predecirlo razonablemente. No pueden garantizar, por ejemplo, la calidad inalterable de la condición del deudor, que han tenido en cuenta para emitir su calificación y, por ende, tampoco se comprometen a responder en el caso de incumplimiento del emisor. Ellas solo se comprometen a brindar una calificación objetiva, independiente

26 "Producto defectuoso es aquel bien mueble o inmueble que en razón de un error en el diseño, fabricación, construcción, embalaje o información, no ofrezca la razonable seguridad a la que toda persona tiene derecho".

27 Art. 6.º: "Todo productor debe asegurar la idoneidad y seguridad de los bienes y servicios que ofrezca o ponga en el mercado, así como la calidad ofrecida".

28 Art. 20: "El productor y el expendedor serán solidariamente responsables de los daños causados por los defectos de sus productos, sin perjuicio de las acciones de repetición a que haya lugar".

y profesional sobre el riesgo de incumplimiento de un emisor o un título. Por estas razones se considera que la responsabilidad por calificaciones defectuosas frente al inversionista se debe limitar a los casos de negligencia o dolo en la calificación. A pesar de que el régimen de responsabilidad por productos defectuosos es un régimen objetivo, el mismo sigue siendo compatible con esta necesidad, si se entiende que el defecto del producto es en este caso la calificación defectuosa, no el incumplimiento del deudor. La sociedad calificadora solo estará llamada a responder en el caso de que su calificación no haya cumplido con los reglamentos y métodos técnicos de calificación y haya ignorado hechos que ha debido conocer como profesional.

Teniendo en cuenta que el régimen especial de protección al consumidor financiero es aplicable tanto a las sociedades calificadoras como a los inversionistas del sistema financiero y a la actividad calificadora, sería posible invocar el régimen objetivo de responsabilidad por productos defectuosos como fuente de responsabilidad, pero solo para atenuar el efecto del principio clásico en relación con la necesidad de probar el vínculo entre la actuación culposa y el daño causado, al considerar que este se presume cuando se trata de consumidores, pues para ellos la calificación dada es prácticamente la única referencia con que cuentan para definir su inversión. Por lo demás, y esto es muy importante, pensamos que esta conclusión no puede extenderse de la misma manera al caso de los inversionistas profesionales, para quienes la calificación es un elemento entre muchos para tomar su decisión. Ahora bien, si la calificadora actuó de manera negligente podrá pretenderse su responsabilidad, pero no es de excluir que esta pretenda exonerarse en todo o en parte invocando la culpa de la víctima.

3.2. EL RÉGIMEN GENERAL DE RESPONSABILIDAD CIVIL EXTRACONTRACTUAL

La responsabilidad civil extracontractual puede generarse en nuestro ordenamiento a partir de varias fuentes; a continuación se estudian las fuentes relativas a la responsabilidad por culpa y el abuso del derecho.

3.2.1. A PARTIR DE UNA RESPONSABILIDAD POR CULPA

El artículo 2341 CC contiene el régimen general de responsabilidad extracontractual en Colombia. Se trata de un régimen de responsabilidad subjetivo, pues contempla que quien genere un daño a otro con culpa o dolo tiene la obligación

de indemnizar perjuicios. Al igual que en países como Francia y Alemania, es posible estructurar la responsabilidad por calificaciones defectuosas desde esta fuente extracontractual. La calificación defectuosa culposa o dolosa genera un daño al inversionista que debe ser reparado siempre que se demuestren los elementos de la responsabilidad subjetiva, *la acción*, en este caso la calificación defectuosa, *la culpa o el dolo* en el desarrollo de dicha acción, *el daño y el nexo causal entre la culpa y el daño.*

3.2.2. EL ABUSO DEL DERECHO, AL IGUAL QUE EL CONTRATO, EL DELITO, EL CUASICONTRATO Y EL CUASIDELITO, ES FUENTE DE OBLIGACIONES

Esta fuente de responsabilidad extracontractual, de origen jurisprudencial en materia civil[29] y de origen legal en materia comercial, tiene la aptitud de crear la obligación de indemnizar en caso de que una persona haga ejercicio de un derecho de una manera manifiestamente irrazonable o desproporcionada. Es indiferente si se actúa con culpa o dolo, lo que interesa es el ejercicio irrazonable o desproporcionado[30].

En conclusión y para el caso colombiano, pensamos que el régimen general seguiría siendo el de la responsabilidad subjetiva, que por consiguiente debería establecerse la culpa grave vinculada con omisiones de esa naturaleza o conductas dolosas, y que respecto al consumidor financiero se atenúa hasta desaparecer la necesidad de establecer un vínculo de causalidad por cuanto se trataría de un servicio defectuoso.

Para inversionistas profesionales debería seguirse el mismo raciocinio pero entender que, en caso de un reclamo contra la calificadora respectiva, la misma estaría en condiciones de acreditar una culpa del profesional inversionista, pues él ha debido contar para la toma de su decisión con elementos adicionales de análisis financiero y de mercado distintos de la calificación.

Las sociedades calificadoras de riesgo se han convertido en agentes indispensables en cualquier economía moderna que busque contar con un mercado de capitales eficiente. Esto por cuanto dotan al inversionista de un sistema de medida eficiente y más o menos estandarizado que le permite tomar decisiones inteligentes en un mercado financiero globalizado. Como se vio, las

---

29 TAFUR MORALES, F. *La nueva jurisprudencia de la corte*, Editorial Óptima, 1938.

30 Ver Corte Constitucional. Sentencia C-258 de 2013, M.P.: Jorge Ignacio Pretelt Chaljub.

calificaciones defectuosas jugaron un rol importante durante la crisis de 2008, pues generaron confianza en un mercado inestable cuya caída se tradujo en una crisis económica de dimensiones planetarias. La política de desregulación economía impidió hasta la última década un desarrollo legislativo serio sobre la responsabilidad de las agencias calificadoras frente al inversionista por calificaciones defectuosas, y si bien ha habido grandes avances, queda un largo camino por recorrer.

Lo único cierto es que se trata de un tema de tal importancia que no puede quedar en la incertidumbre, y ello en el interés de las propias calificadoras, que están en condiciones de hacer aportes muy valiosos para soportar el mercado, no siendo conveniente que la incertidumbre sobre su régimen de responsabilidad pueda generar desconfianza en los inversionistas.

REFERENCIAS

ARRAEZ, B. E. "La responsabilidad por producto defectuoso en la Ley 1480 de 2011. Explicación a partir de una obligación de seguridad de origen legal y constitucional", *Revista de Derecho Privado*, 2015.

CROTTY, J. "Structural causes of the global financial crisis: A critical assessment of the 'new financial architecture'", *Cambridge Journal of Economics*, 2009.

CUARTAS MEJÍA, V. y ESCOBAR GALLO, H. *Diccionario Económico Financiero*, Medellín, Universidad de Medellín, 2006.

FALLA ZÚÑIGA, LUIS MIGUEL. En *Revista de Derecho Privado* n.° 52, diciembre, 2014.

GHOSH, S., RADHAKIRSHNAN, S., SRINIDHI, B. y SU, L. "Recognition of Future News in Earnings and Price Bubbles in Experimental Asset Markets", *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 2015.

GUEVARA TÉLLEZ, C. y PARRA ABISAMBRA, M. *Credit Default Swaps (CDS) y Collateral Debt Obligation (CDO). Derivados financieros responsables de la crisis sub-prime de 2008 en Estados Unidos y una guía para el desarrollo del mercado de derivados exóticos en Colombia*, Bogotá, 2013.

HAAR, B. "Civil liability of credit rating agencies after CRA 3. Regulatory all-or-nothing approaches between immunity and over-deterrence", University of Oslo Faculty of Law Legal Studies Research Paper Series, 2013.

HAWLEY, F. "The Risk Theory of Profit", *The Quarterly Journal of Economics*, 1893, pp. 459-479.

MATTHEW, S. *A Short History of Financial Deregulation in the United States*, Washington, D.C., Center for Economic and Policy Research, 2009, disponible en: http://cepr.net/documents/publications/dereg-timeline-2009-07.pdf

OSORIO, J. A.. *La burbuja inmobiliaria en Estados Unidos*, Banco Central de Reserva de El Salvador, 2008.

Reglamento (UE) n.º 462/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, del 21 de mayo de 2013.

Superintendencia Financiera de Colombia. Concepto 2013008465-008 del 8 de julio de 2013.

TAFUR MORALES, F. *La nueva jurisprudencia de la corte*, Editorial Óptima, 1938.

The Federal Reserve Board. Recuperado el 10 de julio de 2017, de http://www.federalreserve.gov/releases

URIBE ESTRADA, M. "Una nueva regulación para las agencias calificadoras de riesgo en Colombia", *Revista de Derecho Privado*, 2011.

III. DEBERES Y OBLIGACIONES DE LOS PARTICIPANTES EN EL MERCADO DE VALORES

ADRIANA MARÍA CELY R.*

Gobierno societario y de la empresa

Pocas materias han resultado ser tan debatidas desde la perspectiva de diversos campos (económico, jurídico, financiero, periodístico y político) como la que atañe al gobierno societario. Y no es para menos. El tema es hoy de gran interés, en razón de la exposición pública de las consecuencias nefastas que la mala gestión de las sociedades ha tenido en la economía no solo privada o doméstica, sino también nacional y aun internacional. Por ejemplo, el amago de crisis financiera de agosto de 2011 no es más que otra manifestación de la desregulación del sistema capitalista, que pasa por encima de lo que el gobierno corporativo pretende implementar.

Y no es que se trate de alguna doctrina nueva, que está a la moda y por lo tanto se instala poco a poco en las legislaciones internas en una especie de movimiento irresistible. No. En el campo del derecho, el gobierno corporativo es más antiguo de lo que se puede llegar a imaginar. No es que por haber entrado recientemente al vocabulario jurídico haya sido una disciplina desconocida hasta ahora. En efecto, los juristas y legisladores de épocas pasadas ya hacían referencia a algunos de sus principios sin saberlo. A la manera del burgués gentilhombre de Molière, personaje que hacía prosa sin saberlo, nuestro Código Civil ya contenía desde sus inicios normas correspondientes a la filosofía sencilla y fundamental que irradia toda la ideología del gobierno corporativo. Principios como el de buena fe[1], del que derivan todos los demás (lealtad, transparencia, información...), ya eran exigidos en la regulación jurídica desde la época de los romanos.

De ese sabio principio de la buena fe, que parece ser desconocido por el practicante del siglo XXI, surgen los principios que la ideología del gobierno corporativo ha propuesto exitosamente desde finales de los años setenta del siglo pasado en los países anglosajones y que han sido retomados como si fueran novedad por el derecho continental.

En la segunda mitad del siglo XVIII, Adam Smith resaltaba la problemática de base al afirmar: "No puede esperarse que los directores de esas compañías, al manejar el dinero de otros en vez del propio, pongan la misma vigilancia,

---

* Abogada y profesora de la Universidad Externado de Colombia. LL.M en Derecho Comercial Panthéon-Assas (Paris II). Doctora en Derecho de la Universidad de París II.

1 Ver los interesantes textos de Marta Lucía Neme Villarreal en materia de buena fe.

estricta y precisa, que tendrían los socios en el manejo de sus propios asuntos[2]. Esta cita lleva a cuestionarse, desde el año 1776, sobre la problemática de la gestión del patrimonio ajeno. Sabemos que existe, desde épocas inmemoriales, una disociación entre gestores de dinero y propietarios del mismo. Así por ejemplo, en el desarrollo del comercio por el desierto del Sahara en la edad media, el cual se realizaba mediante largos viajes en caravanas, o en los inicios del derecho marítimo. Estas realidades históricas muestran que la separación entre la propiedad del capital y su gestión permite que el propietario participe de las ganancias derivadas del éxito de la expedición moverse de su lugar, pero también del riesgo de pérdidas derivadas de ataques de bandoleros o de eventuales naufragios.

Las dificultades que resultan de esa disociación se acrecentaron con el paso de los siglos porque la técnica de base mencionada se aplicaría progresivamente a otros campos como el derecho financiero, incluyendo complicados montajes jurídicos sin precedentes. En Estados Unidos y Europa, la llegada del capitalismo añadió más dificultad, al pasar de un sistema patriarcal, doméstico (en el cual las sociedades pertenecían a familias, el padre de familia –*pater familias*– era el director de la sociedad, los bienes que se aportaban eran privados, sobre ellos se ejercía un fuerte vínculo de propiedad y de su buen manejo se desprendía la buena fortuna privada de los socios), a un sistema separado de toda relación personal, donde prevalece un estatus *directorial* o *managerial* en el cual la gestión de las sociedades es confiada a expertos encargados por los propietarios de las mismas y por quienes aportan bienes y capitales[3].

La toma de conciencia de esta evolución, y sobre todo el interés que verdaderamente orienta la gestión de las sociedades en ese sistema directorial, ha llevado a pensar que el objetivo del gobierno corporativo sea establecer las nuevas reglas de juego entre todos los actores que participan hoy de la vida de

---

2 "*The directors of such companies, however, being the managers rather of other people's money than their own, it cannot well expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own*". A. SMITH, *Una investigación sobre la naturaleza y causas de la riqueza de las naciones*, 1776, p. 401.

3 Esas dificultades o excesos *manageriales* fueron teorizadas, en lo que concierne al derecho de sociedades, en la teoría de la agencia, según la cual una persona (llamada principal) contrata a otra (llamada agente) para efectuar una misión en provecho suyo, para lo cual debe delegarle una parte de su autoridad (de la autoridad que naturalmente ejerce por el hecho de ser propietario del capital).

las empresas, en particular los gestores de activos colectivos, que poco a poco están dominando el mercado bursátil por ser los principales accionistas de las más grandes sociedades inscritas en bolsa.

Esas reglas de juego resultan ser, asombrosamente, más sencillas de lo que cualquier teórico o práctico del derecho pudiera imaginar. Consisten en establecer ciertos deberes de conducta que, de ser juiciosamente respetados por el conjunto de actores (juiciosamente respetados… ¡he aquí una utopía!), estarían en el origen de una dinámica del mercado basada en la confianza (este sería el ideal) que se imprimiría en los dueños del capital, inversores de grandes sumas que la economía necesita para revivificarse. Para expresarlo en pocas palabras, se trata de volver a los principios fundamentales que sostienen el libro de contratos del Código Civil y que encuentran su cima en el principio general de buena fe[4].

Pero por qué es tan difícil que los diferentes actores que gestionan el capital ajeno obedezcan fielmente a los deberes que su conducta debiera respetar? Esos deberes, contenidos en el gobierno societario, constituyen el deber ser que trataremos en el presente escrito.

Mapa conceptual del capítulo

Confianza; gobierno societario (concepto propuesto por la OCDE, definiciones); gobierno societario como ideología; objetivos del gobierno societario; concepción propuesta por Felaban de acuerdo a los objetivos del gobierno societario: promover el equilibrio y organizar la transparencia.

Objetivos del capítulo

- Ofrecer una aproximación a la doctrina del gobierno societario.
- Resaltar la utilidad del gobierno societario en materia de confianza y transparencia.
- Sensibilizar sobre la necesidad de los principios de confianza y transparencia para el mantenimiento del equilibrio del mercado de valores.

---

4 Ver los ya recordados trabajos de Neme Villarreal en materia de buena fe.

I. DEFINICIÓN Y ALCANCE DEL CONCEPTO DE GOBIERNO SOCIETARIO

Mapa conceptual del acápite
Confianza, gobierno societario (concepto propuesto por la OCDE, definiciones). Gobierno societario como ideología. Objetivos del gobierno societario, concepción propuesta por Felaban de acuerdo a los objetivos del gobierno societario: promover el equilibrio y organizar la transparencia.

Objetivos del acápite
- Ofrecer una aproximación a la doctrina del gobierno societario.
- Resaltar la utilidad del gobierno societario en materia de confianza y transparencia.
- Sensibilizar sobre la necesidad de los principios de confianza y transparencia para el mantenimiento del equilibrio del mercado de valores.

El gobierno societario constituye una *herramienta de confianza*. Los principios de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) lo perciben así al establecer: "La existencia de un sistema eficaz de gobierno corporativo dentro de una sociedad determinada y dentro del conjunto de la economía, contribuye a generar el grado de confianza necesario para el funcionamiento correcto de una economía de mercado. En consecuencia, el coste de capital se reduce y se incita a las empresas a utilizar sus recursos de forma más eficiente, potenciando así el crecimiento"[5].

El problema de la confianza es vital para toda economía de mercado. Sin confianza no hay crédito. Del latín *credere*, la palabra *crédito* significa creer por la confianza que inspira algo o alguien. Si no hay crédito, si no hay confianza, la inversión se paraliza y las empresas mueren irremediablemente una tras otra, con los consecuentes problemas sociales que traen la falta de empleo y la parálisis del consumo, fenómenos perjudiciales para el conjunto de la economía. Sin confianza no hay base sólida para sostener el sistema económico capitalista que es el nuestro, ni crecimiento económico que mantenga la solidez del sistema y le permita superar la crisis económica que se vive a nivel mundial desde el año 2008.

5 Principios de gobierno corporativo de la OECD, 2004, pp. 11-12, disponible en: http://www.oecd.org/dataoecd/47/25/37191543.pdf

Confianza: del latín *confidentia*, es un sentimiento: el sentimiento de seguridad de quien se fía de algo o de alguien. Es no tener miedo, no dudar.

Crédito: del latín *credere*, significa creer en alguien, gracias a su reputación de solvencia[6].

Para incentivar esa confianza, algunos economistas, financieros y juristas realizaron estudios y propuestas que desembocaron en lo que hoy se llama gobierno societario.

El gobierno societario (o corporativo, según otra terminología empleada) ha sido materia de análisis y estudio en muchos países, y ha sido retomado y revisado por organismos internacionales como la OCDE (que reúne a 35 países). En los principios propuestos por la OCDE en materia de gobierno corporativo podemos ver la seriedad e importancia de los preceptos de esta ideología, porque actualmente se busca armonizar la reglamentación en los distintos Estados sobre el funcionamiento de las empresas (cotizadas en bolsa: pero nada se opone a que sea igual para las no inscritas) en torno a los principios emitidos por el gobierno societario.

Pero, ¿qué es el gobierno societario? Se trata de un concepto multiforme, del que pocas veces se ha logrado proponer una definición homogénea. La ley no lo define, y los autores y analistas formulan propuestas que resultan ser más o menos completas y complejas: en una frase, *se trata de un conjunto de reglas y procesos tendientes a equilibrar el ejercicio del poder al interior de las empresas*. De esta manera, para algunos es el "conjunto de disposiciones que permiten asegurarse: 1) de que los objetivos que persiguen los dirigentes son legítimos; 2) de que los medios puestos en acto para alcanzar esos objetivos son idóneos"[7]. Para otros es el "conjunto de mecanismos tendientes a delimitar los poderes e influir en las decisiones de los dirigentes, o dicho de otra manera, que 'gobiernan' la conducta de estos y definen su espacio discrecional"[8]. Para la OCDE, "[e]l gobierno corporativo abarca toda una serie de relaciones entre

6 Definiciones extraídas de *Larousse Sélection*, v. 3, 1987.
7 Hafil, A., "Corporate governance: une synthèse de la littérature", *Cah. de Recherche Groupe HEC*, n.º 606, 1997.
8 Charreaux, Gérard y Desbrieres, Philippe, "Gouvernement des entreprises: valeur partenariale contre valeur actionnariale", en Charreaux, Gérard y Wirtz, Peter, *Gouvernance*

el cuerpo directivo de una empresa, su consejo, sus accionistas y otras partes interesadas. El gobierno corporativo también proporciona una estructura para el establecimiento de objetivos por parte de la empresa, y determina los medios que pueden utilizarse para alcanzar dichos objetivos y para supervisar su cumplimiento"[9].

Para nosotros el gobierno societario es sobre todo una ideología, iniciada en Estados Unidos a principios de los años setenta y expandida por el mundo a mediados de los noventa, que se cuestiona sobre la manera de ejercer el poder en el interior de las empresas y cómo se delega, comparte y controla. De ahí la utilización del término "gobierno", de evocación política, que es la acción de gobernar, de administrar, de dirigir (ya no la cosa pública sino la empresa). El término "gobierno" ha sido ampliamente criticado precisamente por tener esa connotación política[10]. Pero es bastante acertado en el sentido de que se trata del ejercicio de un poder de dirección y de administración, si bien referido a las empresas. La reflexión ideológica sobre esta materia fue tomando forma gracias a diversos problemas provocados por el mal ejercicio del poder dentro de grandes empresas, por escándalos ligados a riesgos y daños medioambientales, perjuicios ocasionados a los consumidores, corrupción y paracaídas dorados exorbitantes, hechos estos que alimentaron un debate entre economistas, financieros y juristas, el cual finalizó con la creación de toda una doctrina sobre el buen manejo empresarial. Esa doctrina resultó imponiendo a los dirigentes societarios estrictos deberes de conducta sancionables legalmente, al tiempo que elevó el nivel de las responsabilidades.

Una ideología es un conjunto de ideas y opiniones que constituyen una doctrina. Pues bien, la ideología se alimentó con el paso del tiempo (y continúa haciéndolo) con el aporte de opiniones e ideas diversas, emitidas por economistas y juristas, para dar origen a lo que hoy se conoce como gobierno societario o gobierno corporativo, si se utiliza una terminología difundida pero menos acertada[11].

---

des entreprises, nouvelles perspectives, Paris, Economica Recherche en Gestion, 2006, pp. 24-46, en especial p. 24.

9 Principios de Gobierno Corporativo de la OECD, cit., preámbulo, p. 11.

10 "El recurso a términos con connotación política tales como el de gobierno es mal recibido, puesto que se trata es de evocar el funcionamiento de las empresas, cuyo objeto no es el de administrar la cosa pública sino el de producir bienes y servicios". BISARRA, PHILIPPE, "Les véritables enjeux du débat sur le gouvernement d'entreprise", *Revue des Sociétés*, enero-marzo 1998, pp. 5-20, espec. p. 6.

11 BAQUERO HERRERA, MAURICIO, "El gobierno societario y de la empresa en Colombia, una

Ideología: conjunto de ideas y opiniones que forman una doctrina.

Al margen de todo tipo de definición que encerraría la doctrina del gobierno societario dentro de marcos estrictos, cabe aproximarse a la noción de acuerdo con sus *objetivos*. Esos objetivos son *promover el equilibrio y la separación de poderes al interior de las sociedades, y organizar la transparencia* (por medio de la autorregulación).

El estudio realizado por Felaban en el año 2007 percibe este doble enfoque de acuerdo con los objetivos y lo presenta de la siguiente manera:

> Existen varias vertientes o maneras de concebir el Gobierno Corporativo en cuanto a su organización: quienes consideran el tema desde la estructura orgánica interna de las entidades (doctrinantes europeos); y quienes lo observan desde los controles societarios externos que se ven reflejados básicamente en el mercado de control societario (angloamericanos). Por otra parte, unos se han centrado en el mejoramiento funcional del Consejo de Administración (también conocido como Directorio o Junta Directiva) y otros han propendido por un mejoramiento integral, tratando de inundar de verdadero contenido ético los comportamientos empresariales. Por último está el tema de la obligatoriedad o voluntariedad (formalidad o informalidad) de adopción del Sistema de Buen Gobierno: en el primero existe una imposición de tipo normativo para adoptar Códigos de Mejores Prácticas, donde se consigna el sistema que los entes deben adoptar y se implementa un control externo posterior; en el autorregulatorio o voluntario se da la libre iniciativa en el esquema a adoptar y no existe un control posterior[12].

El gobierno societario es todo un conjunto de caminos tendientes a mejorar la gestión del patrimonio ajeno dentro de las empresas. Uno de esos caminos es interno a la sociedad: reforzar y mejorar los órganos de gestión y de supervisión de esa gestión. Otro camino es externo por imponer la adopción de una normativa específica contenida en códigos éticos y controlar que las normas se cumplan. El primero de esos caminos tiende a promover el equilibrio al

---

herramienta (contractual) o un requisito (normativo)", en *Globalización y derecho mercantil*, Bogotá, Diké, 2008, pp. 127-166.

12 Federación Latinoamericana de Bancos - Felaban. *Prácticas de buen gobierno corporativo en el sector financiero latinoamericano*, p. 15, disponible en: http://www.felaban.com/pdf/buen_gobierno.pdf

interior de las empresas a través de una mejor organización de los órganos de gestión y de control (1.1). El segundo nos lleva a hablar de la autorregulación que objetiva la transparencia en la gestión empresarial (1.2).

1.1. PROMOVER EL EQUILIBRIO

Con el fin de promover la separación de poderes y sobre todo equilibrar el ejercicio del poder en el interior del ente societario, la doctrina del gobierno societario realiza varias propuestas referidas a ejercer ciertas maneras de dirección que disocien las funciones de representación y dirección general de la misma persona y radiquen esas funciones en personas distintas. Así, los cargos de presidente del directorio y de ejecutivo principal de la organización deben ser ejercidos por personas diferentes, cuyas funciones deben estar debidamente separadas. De no ser así se crea un poder concentrado en cabeza del gerente[13], cuyo efecto negativo mayor es amplificar el riesgo de tomar malas decisiones, ya que los peligros de decidir mal se incrementan cuando es uno solo el que decide.

El presidente del directorio debe asumir el liderazgo, garantizar los intereses de los accionistas asegurándoles una efectiva comunicación y promover las prácticas de buen gobierno en la empresa[14]. Los ejecutivos principales tienen a su cargo la administración y la operación diaria del negocio. En esta medida tienen responsabilidades ante los propietarios de la empresa, ante sus directores y frente a la comunidad en general. La doctrina también propone nombrar administradores independientes dentro de los consejos de administración o juntas directivas con el fin de promover el equilibrio del poder dentro de la empresa. Estas medidas encuentran manifestaciones en el ordenamiento colombiano en la Ley 964 de 2005, en el caso específico de los emisores, punto que se estudia en el segundo acápite de este trabajo (2.2).

Una manifestación de este equilibrio de poderes traído por el gobierno corporativo en el campo bancario lo encontramos en la siguiente orientación dada a los bancos por el Comité de Basilea de julio de 2015:

> El gobierno corporativo determina la asignación de potestades y responsabilidades al Consejo y Alta Dirección en el desempeño de las actividades y negocios del banco, entre ellos cómo: - fijan la estrategia y los objetivos del banco; - seleccionan y supervisan al personal; - dirigen las actividades bancarias cotidianas; - protegen los intereses de los depositantes, cumplen sus obligaciones frente al accionariado y tienen en cuenta los intereses de otras partes interesadas reconocidas; - alinean la cultura, actividades y comportamiento corporativos con la expectativa de que el banco operará de forma segura y sólida, con integridad y conformidad con la legislación y reglamentos en vigor; y, - establecen funciones de control.

Donde "[e]l principal objetivo del gobierno corporativo debe ser salvaguardar el interés de las partes afectadas, en conformidad con el interés público y de forma sostenible. En cuanto a las partes afectadas, especialmente en el caso de bancos minoristas, los intereses de los accionistas deben ser secundarios a los de los depositantes[15].

Adoptado el desarrollo del gobierno corporativo por el Comité de Basilea, afirma este explícitamente en su primer principio las responsabilidades del consejo en materia de vigilancia colectiva y gobierno de riesgos, así:

> *Responsabilidades del Consejo*
>
> [...]
>
> 23. El Consejo es el responsable último de la estrategia de negocio y la solvencia financiera del banco, decisiones clave de personal, organización interna y estructura y prácticas de gobierno, así como gestión del riesgo y obligaciones de cumplimiento. El Consejo puede delegar algunas de sus funciones, pero no así sus responsabilidades, a comités del Consejo cuando proceda.
>
> 24. El Consejo debe establecer una estructura organizativa del banco que considere satisfactoria, y que permita al Consejo y la alta dirección ejercer sus responsabilidades y facilitar una toma de decisiones eficaz y un buen gobierno. Esto incluye establecer claramente las principales responsabilidades y autoridades del propio Consejo y de la alta dirección y de otros responsables de las funciones de gestión del riesgo y de control[16].

13 Ibíd., p. 21.

14 Ibíd.

15 Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. *Orientaciones-Principios de gobierno corporativo para bancos*, Banco de Pagos Internacionales, julio de 2015, disponible en: www.bis.org

16 Ibíd., p. 8.

1.2. ORGANIZAR LA TRANSPARENCIA

Un régimen eficaz de gobierno societario debe incentivar la transparencia y la consecuente eficiencia de los mercados. En este sentido deben hacerse públicas las reglas y los procedimientos relativos a la adquisición de participaciones de control de las sociedades en el mercado financiero, a las operaciones de fusión o cesión de activos de una sociedad, de suerte que los inversionistas conozcan cuáles son sus derechos. Las transacciones deben efectuarse a precios transparentes y en condiciones equitativas que protejan los derechos de todos los accionistas. Por otro lado, la transparencia requiere de un buen sistema de transmisión y de contenido de la información: los accionistas deben obtener oportunamente y de manera regular las informaciones pertinentes y significativas sobre la sociedad para así participar y votar en las asambleas generales de manera ilustrada. Los accionistas deben estar también suficientemente informados y participar de las decisiones relativas a cambios fundamentales para la sociedad, sobre todo en caso de modificación de los estatutos, emisión de nuevas acciones o cesión de todo o parte de los activos de la sociedad. Finalmente, los administradores y principales dirigentes deben informar a la junta administrativa sobre cualquier interés significativo que tengan, directa o indirectamente o por cuenta de terceros, en alguna operación de la sociedad. En fin, un régimen eficaz de gobierno societario debe garantizar la difusión de informaciones exactas a todos los interesados para que haya transparencia (sobre todo en materia financiera, de resultados, de acciones, de gobierno).

Por ejemplo, la orientación n.° 27 del Comité de Basilea[17] dispone que "el Consejo debe garantizar que las operaciones con partes relacionadas (incluidas las operaciones intragrupo) se analizan para evaluar su riesgo y se someten a las restricciones apropiadas (por ejemplo, exigir que dichas transacciones sean imparciales) y que no se produzca una apropiación o uso indebidos de los recursos corporativos o del negocio del banco".

En esa disposición percibimos un esfuerzo por excluir la sospecha en las operaciones bancarias efectuadas por partes relacionadas o intragrupo. El documento redactado por el Comité de Basilea adiciona, para reforzar esto, que el consejo debe además garantizar que el banco mantiene una relación eficaz con sus supervisores (orientación n.° 28).

17 Ibíd., p. 9.

Conclusión
El gobierno societario es una herramienta de confianza que busca equilibrar y repartir mejor el poder al interior de las empresas y dar transparencia en el manejo de las mismas. En particular busca dar transparencia en el manejo de los dineros captados del público que sirven para capitalizar las sociedades. El gobierno societario pretende implementar un sistema que le permita a las empresas captar primero la confianza de los inversionistas para luego captar su dinero.

Resumen
El gobierno societario es una doctrina de buen manejo empresarial. Tiene como objetivo promover el equilibrio y la separación de poderes de dirección y administración dentro de las sociedades, y organizar la transparencia de las operaciones financieras (adquisición de participaciones de control de las sociedades en el mercado financiero, operaciones de fusión, emisión de acciones o cesión de activos a precios transparentes y en condiciones de equidad para todos los accionistas, todo basado en un buen sistema de información que incluya a todos los interesados).

Preguntas de repaso
- ¿Por qué la confianza es necesaria en el mercado de valores?
- ¿Qué es el gobierno societario?
- ¿Cuáles son los objetivos del gobierno societario?

2. DIFERENTES MANIFESTACIONES DEL GOBIERNO SOCIETARIO EN EL CASO DE LAS SOCIEDADES EMISORAS[18]

Mapa conceptual del acápite
Disociación de funciones de presidente y representante legal para promover el equilibrio; Ley NRE francesa de 2001 y Ley colombiana 964 de 2005 en materia

18 Las manifestaciones de gobierno societario relativas a los intermediarios son tratadas en esta obra por Germán Abella en el capítulo relativo a los deberes y obligaciones de los intermediarios del mercado de valores y de otras instituciones. En cuanto a las manifestaciones del gobierno societario relativas a los proveedores de infraestructura, estas son mencionadas por María del Pilar Jácome en el capítulo referido a la negociación de valores de esta misma obra.

de conformación de la junta directiva de las sociedades emisoras; administradores independientes; administradores independientes ejecutivos y no ejecutivos; comités satélite; comité de auditoría.

Objetivos del acápite

- Mostrar, de manera general, que el equilibrio pasa necesariamente por una mejor repartición del poder dentro de las empresas y por una mayor independencia de los administradores.
- Resaltar que el gobierno corporativo influyó al legislador en cuanto a organización de la junta directiva de las sociedades emisoras a través de la exigencia de independencia y de la existencia de comités de auditoría.
- Verificar que esa influencia del gobierno corporativo existe también en otros países, particularmente en Francia.

2.1. DISOCIACIÓN DE FUNCIONES DE PRESIDENTE Y REPRESENTANTE LEGAL

La doctrina del gobierno societario buscó dar respuesta a las críticas elevadas a principios de los años noventa relativas a la concentración de los poderes en algunas personas que detentaban al mismo tiempo los cargos de presidente y director general de la compañía. En efecto, al acumular esas dos funciones, el dirigente estaba en condiciones de componer él solo la junta directiva nombrando a sus miembros según sus propias preferencias, con lo que escapaba de un control serio sobre el ejercicio de sus facultades estatutarias. Para poner fin al ejercicio de un poder autocrático, las legislaciones nacionales, así la francesa, adoptaron a principios del decenio de 2000 leyes tendientes a separar dichas funciones[19], solución directamente inspirada por la doctrina anglosajona del gobierno societario.

Si el presidente del consejo de administración es al mismo tiempo el director general de la compañía (como ocurría en Francia hasta el año 2001), el control que debe efectuar el consejo de administración sobre la gestión del director general no puede ser independiente ya que el presidente habrá sido nombrado por quienes lo controlan y, a la inversa, muchas veces los administradores deben su puesto al presidente. Bajo esas circunstancias ningún control puede

19 Ley francesa NRE (Nuevas Regulaciones Económicas, de 15 de mayo de 2001).

ser ni serio ni continuo. Por esa razón la ley francesa permitió la disociación de las funciones de presidente y director general con la Ley del 15 de mayo de 2001, modificada el 1.° de julio de 2016 (conocida como Ley NRE sobre las nuevas regulaciones económicas)[20]. Esa norma pone en acto en la legislación francesa un principio del gobierno societario, cual es el de equilibrar mejor el poder dentro de la empresa.

En Colombia, la Ley 964 de 2005, modificada entre otras por la Ley 1328 de 2009, "Por la cual se dictan normas en materia financiera, de seguros, del mercado de valores y otras disposiciones", adopta ese tipo de separación tratándose de los emisores. El artículo 44 de la mencionada ley, no modificado, que trata sobre las juntas directivas de los emisores de valores, tiene un inciso 2.° que establece: "Quien tenga la calidad de representante legal de la entidad no podrá desempeñarse como presidente de la junta directiva".

El representante legal de la sociedad anónima es en principio designado por la junta directiva (art. 440 C.Co.). Colombia es un país muy atado al estatus de representante legal. El representante legal tiene una facultad general de dirección de la sociedad evocada en estos términos por la ley: "las personas que representan a la sociedad podrán celebrar y ejecutar todos los actos y contratos comprendidos dentro del objeto social o que se relacionen directamente con la existencia y el funcionamiento de la sociedad". Entonces el representante legal colombiano se equipara al director general francés en esta normativa derivada del gobierno societario.

Al tener el derecho colombiano una visión jerarquizada de la representación legal de las sociedades, pone al representante legal a la cabeza del conjunto de personas que son administradoras o dirigentes societarios de acuerdo a la lista presentada por el artículo 22 de la Ley 222 de 1995. De acuerdo con esa norma, son administradores tanto el representante legal como los miembros de juntas o consejos directivos (entre otros). Las funciones del representante legal derivan de la ley; las de los administradores, de los estatutos. Por otro lado, el poder de representación que ejerce el representante legal es hacia fuera de la compañía, ante los terceros, mientras que el del presidente de la junta, al ser él mismo administrador, es hacia dentro, hacia el interior de la sociedad. De donde percibimos que la disposición legal que disocia en el derecho colombiano las funciones de representante legal y de presidente de la junta busca reequilibrar el ejercicio del poder en la sociedad emisora, para que sean personas distintas

20 Ley disponible en: legifrance.gouv.fr

las que ejerzan el poder hacia dentro y hacia fuera de la sociedad, lo cual es una manifestación de gobierno societario, porque quien detenta la dirección general carecería de funciones ejecutivas. En la práctica, muchas veces el representante legal, al ser miembro de la junta directiva, tiene la capacidad de disponer para que dicho órgano sea simplemente un canal que le permita formalizar lo que posiblemente ya ha ejecutado[21]. Esta disposición busca entonces evitar la concentración de poder en manos de unos pocos, aumentar las posibilidades de rendición de cuentas y mejorar la capacidad del consejo o junta para adoptar decisiones con independencia frente a la dirección[22].

Con el fin de promover la separación de poderes y equilibrar el ejercicio del poder en el interior del ente societario, la doctrina del gobierno societario propone que se disocien las funciones de representación y de dirección general de la empresa, y que estén en cabeza de dos personas distintas.

2.2. ADMINISTRADORES INDEPENDIENTES

Otra manifestación de gobierno societario en el caso de los emisores aparece en el mismo artículo 44 de la Ley 964 de 2005, al establecer que de los miembros principales que componen la junta directiva, por lo menos el 25% deben ser *independientes*. La "inclusión de administradores independientes en el seno del máximo órgano de administración busca la defensa del interés social mediante la formación de un juicio autónomo en el Gobierno Societario, cobrando valor especial pero insuficiente el porcentaje de independientes exigido en la norma"[23].

La independencia de los administradores está en el centro de la doctrina sobre el gobierno societario. La junta directiva (o consejo de administración) no podría garantizar su papel de contralor sobre la dirección general de la sociedad si sus miembros no fueran independientes. La independencia significa que el juicio de los administradores no esté viciado por intereses personales o económicos que puedan inducirlos a tener una opinión parcializada sobre

---

21 Córdoba Acosta, Pablo Andrés. "El gobierno de la sociedad anónima inscrita en la Ley 964 de 2005", en *Cinco años de la Ley 964 de 2005, ¿se están cumpliendo los objetivos?*, Universidad Externado de Colombia, 2011, p. 26.

22 Principios OCDE, cit., p. 64.

23 Córdoba Acosta, "El gobierno de la sociedad anónima inscrita en la Ley 964 de 2005", cit., espec. p. 19.

la buena o mala gestión de la sociedad. La persona independiente debe estar libre de intereses personales o económicos u otros. El tema está directamente ligado al del conflicto de intereses.

En razón de lo anterior, el Comité de Basilea dispone en sus orientaciones sobre principios de gobierno corporativo para bancos:

> Los candidatos al Consejo no deben tener conflictos de interés que obstaculicen su habilidad para desempeñar su función independientemente y de forma objetiva o los sometan a una influencia indebida derivada de:
>
> • otras personas (como la gerencia u otras partes interesadas);
>
> • posiciones mantenidas en la actualidad o en el pasado, o
>
> • relaciones personales, profesionales o económicas con otros miembros del Consejo o de la gerencia (o con otras entidades del grupo) (orientación 52).

En materia bancaria, el consejo debe tener una composición que facilite una vigilancia eficaz, para lo cual debe comprender un número suficiente de directores independientes (orientación 47).

El proceso de selección debe comprobar, entre otras aptitudes, que los candidatos al consejo cuentan con los conocimientos, destrezas, experiencia y, especialmente en el caso de directores no ejecutivos, la independencia mental necesarios, dadas sus responsabilidades en el consejo y a la luz de la actividad y el perfil de riesgo del banco (orientación 51).

Los principios sugeridos por la OCDE disponen:

> Los Consejos deberán considerar la posibilidad de designar un número suficiente de miembros no ejecutivos del Consejo, con capacidad para realizar juicios independientes sobre tareas en las que pueda existir un conflicto potencial de intereses. Entre las citadas responsabilidades clave figuran, por ejemplo, la de garantizar la integridad de los sistemas de presentación de informes financieros y no financieros, el examen de las operaciones de partes vinculadas, el nombramiento de los miembros del Consejo y directivos principales, y la retribución a dichos miembros[24].

---

24 Principios OCDE, cit., p. 65.

La independencia se busca de múltiples maneras. Usualmente se trata de diversificar la composición del consejo o junta, bien sea mediante la búsqueda de mayor independencia de los administradores ejecutivos (*executives directors*) o mediante el recurso cada vez más frecuente a administradores independientes (*non executive directors*), quienes se agrupan en *consejos satélites*, como por ejemplo en comités de auditoría, como debe ocurrir en los bancos de acuerdo con la orientación 67 del Comité de Basilea que dispone que el presidente de cada comité debe ser un consejero independiente y no ejecutivo.

2.2.1. LOS ADMINISTRADORES EJECUTIVOS INDEPENDIENTES

Para garantizar una mayor independencia de los administradores ejecutivos (*executive directors*), la Ley 964 de 2005 enumera en su artículo 44, al parecer de manera taxativa[25], una serie de casos en los cuales no hay independencia, por ser casos de posible conflicto de intereses. Es así como el administrador que fuere empleado o directivo del emisor o de alguna de sus filiales, subsidiarias o controlantes, no sería independiente, como tampoco lo sería quien recibiera del emisor alguna remuneración diferente a los honorarios como miembro de la junta directiva, del comité de auditoría o de cualquier otro comité creado por la junta directiva. Esto porque se considera que el hecho de ser asalariado de la sociedad que representa la persona jurídica a quien se controla hace bajar la capacidad de juicio sobre los actos del representante de la persona jurídica que podría poner término al contrato de trabajo. La subordinación propia de todo contrato de trabajo es contraria a la independencia. El gobierno societario considera que ese vínculo laboral no podría no tener incidencia sobre la buena ejecución del mandato social, y trata de limitar la acumulación de contrato de trabajo y mandato social. Esa misma lógica la encontramos en los principios de la OCDE: "En muchos casos la objetividad requiere que un número suficiente de miembros del Consejo no sean empleados de la sociedad ni de ninguna de sus filiales, y que carezcan de vínculos familiares o de otro tipo"[26].

Tampoco sería independiente, de acuerdo con el artículo 44, el accionista que dirija, oriente o controle la mayoría de los derechos de voto de la entidad o

25 CÓRDOBA ACOSTA. "El gobierno de la sociedad anónima inscrita en la Ley 964 de 2005", cit., espec. p. 21.

26 Principios, cit., p.65.

que determine la composición mayoritaria de los órganos de administración, de dirección o de control de la misma. El accionista mayoritario siempre tenderá a imponer sus intereses. No sería tampoco independiente el socio o empleado de asociaciones o sociedades que presten servicios de asesoría o consultoría al emisor o a las empresas que pertenezcan al mismo grupo económico de la sociedad prestataria cuando los ingresos por ese concepto representen un porcentaje determinado de sus ingresos operacionales (20%). Tampoco es independiente el empleado o directivo de una fundación, asociación o sociedad que reciba donativos importantes del emisor. Ni el administrador de una entidad en cuya junta directiva participe un representante legal del emisor (administradores cruzados).

Independencia es la situación de una persona o de una colectividad de personas que no está sometida a una autoridad.

Trasladado a los administradores, la independencia significa que el juicio de estos no esté viciado por intereses personales o económicos que les impongan una opinión parcializada sobre la buena o mala gestión de la sociedad.

La tendencia más reciente en Europa es la de completar esos mecanismos de búsqueda de independencia mediante la diversificación de géneros, permitiendo a las mujeres acceder a los puestos de administrador. En Suecia, el 40% de los cargos de administrador de juntas directivas de sociedades emisoras está ocupado por mujeres, frente al 27% en Suecia, el 13% en Alemania y el 12% en Gran Bretaña[27]. En Francia se presentó un proyecto de ley en ese sentido en enero de 2010, ley promulgada el 4 de agosto de 2014 y modificada el 10 de agosto de 2016, buscando imponer que al menos el 40% de los puestos en los consejos de administración de las sociedades que negocian títulos en bolsa de valores y empresas públicas estén reservados a las mujeres. Las sociedades tienen hasta la próxima renovación del consejo directivo para alcanzar esa proporción en la composición de acuerdo a esa exigencia de diversificación que ha mostrado resultados positivos en los países donde se ha aplicado.

27 Estadísticas extraídas del *Jurisclasseur comercial*, fasc. 1350, n.º 68, por Jean-Marc Moulin (profesor de la Universidad de Caen).

2.2.2. LOS ADMINISTRADORES INDEPENDIENTES NO EJECUTIVOS

De acuerdo con la doctrina del gobierno societario, son administradores que no tienen funciones de gestión dentro de la sociedad y que además no tienen ningún vínculo con la junta directiva.

La búsqueda de independencia se hace también a través de la voluntad de integrar dentro de las juntas directivas a administradores independientes no ejecutivos. Estos por lo general conforman el comité de auditoría. En Colombia, el comité de auditoría puede contar con administradores no ejecutivos, pero no es una obligación, pues el artículo 45 de la Ley 964 de 2005 dispone que para el cumplimiento de sus funciones, el comité de auditoría de los emisores de valores *podrá* contratar especialistas independientes en los casos específicos en que lo juzgue conveniente, atendiendo las políticas generales de contratación del emisor (art. 45, inc. 5.º).

Los consejos de administración o juntas directivas (para utilizar otra terminología) son el órgano encargado de vigilar la buena marcha de la sociedad y de velar por que las decisiones y la política implementada por quien tiene la función de dirección general de la sociedad sean conformes a los intereses de la empresa y respondan a la perennidad de la misma. La junta o consejo es el órgano intermediario entre la asamblea de accionistas (que es un órgano intermitente) y la dirección que asegura la permanencia del poder.

En la práctica se observa una falta de independencia del consejo o junta frente a su presidente. Esa falta de independencia se traducía normalmente en la aceptación de las decisiones del presidente sin ningún juicio en cuanto a la conveniencia, utilidad o eficacia de las mismas. El consejo no criticaba y muchas veces ni siquiera examinaba las decisiones de política empresarial tomadas por el presidente. Para lograr atenuar ese efecto perverso de la falta de independencia, el gobierno corporativo sugirió nombrar administradores independientes que conformaran en cierto porcentaje las juntas o consejos directivos. Esta sugerencia ha sido insertada en las legislaciones francesa y colombiana.

Los administradores independientes, sean ejecutivos o no ejecutivos, deben estar desprovistos de intereses directos o indirectos en la empresa. Un administrador es independiente cuando no tiene ningún tipo de relación con la sociedad, el grupo al cual esta pertenece o el órgano de dirección, que pueda influir en su libertad de juicio. Bajo esta óptica, el administrador independiente *non-executive* no ejerce las funciones de dirección de la sociedad y debe estar desprovisto de cualquier tipo de interés (no pudiendo ser accionista o asalariado de la sociedad). En el año 2003 se adoptó por la Asociación Francesa de las Empresas Privadas (AFEP), conjuntamente con el Movimiento de las Empresas de Francia (Medef), el conocido como código AFEP-Medef, que ofrece a las empresas francesas un conjunto de recomendaciones en materia de gobierno societario y establece ciertos *criterios que permiten apreciar la independencia*: no ser asalariado ni mandatario social de la sociedad, asalariado o administrador de la empresa madre, ni haberlo sido dentro de los cinco años anteriores, no ser mandatario social de una sociedad dentro de la cual la sociedad posea directa o indirectamente un mandato de administrador o de la cual un mandatario o empleado sea administrador, no ser cliente ni tener relaciones económicas o comerciales (no ser, p. ej., banquero o proveedor), ni relaciones familiares con otro administrador, ni haber sido contador o auditor contable[28].

Los principios de la OCDE disponen a ese respecto:

> Los miembros independientes del Consejo pueden contribuir significativamente al proceso decisorio del Consejo. Pueden aportar un punto de vista objetivo a la evaluación del rendimiento del Consejo y de la Dirección. Asimismo pueden desempeñar un importante papel en ámbitos en los que los intereses de la Dirección, de la sociedad y de sus accionistas puedan ir en direcciones opuestas, como en el caso de la retribución a directivos, la planificación de la sucesión, los cambios en el control de la sociedad, los mecanismos de defensa frente a adquisiciones, las adquisiciones de gran volumen y la función de auditoría[29].

Para concluir este punto relativo a la disociación de facultades entre presidente de la junta y representante legal de la sociedad, la independencia de los administradores y el comité de auditoría, coincidimos con lo que afirma Córdoba Acosta: "Con efecto positivo puede verificarse la tendencia de la Ley 964 de 2005 de dotar a la Junta Directiva de mayor independencia, en primer término con la inclusión obligatoria de independientes y, en segundo lugar, con la prohibición de que los representantes legales sean presidentes de la Junta Directiva, pues se evitan conflictos de intereses y se adopta una visión de la Junta más como órgano de supervisión que de gestión de los negocios sociales"[30], lo que en realidad es la función de toda junta o consejo directivo,

---

28 Código Afep-Medef, p. 12.

29 Principios, cit., p. 66.

30 Córdoba Acosta, "El gobierno de la sociedad anónima inscrita en la Ley 964 de 2005", cit., espec. p. 19.

pues la gestión o dirección de los negocios sociales está en cabeza del director general de la sociedad. "Hubiera sido más lógico impedir de forma imperativa que los representantes, a cualquier título, ocupen un espacio en la composición de la Junta"[31], lo que acentuaría más la orientación definitiva del gobierno societario en materia de constitución de la junta directiva.

Criterios que permiten apreciar la independencia
No ser asalariado ni mandatario social de la sociedad, asalariado o administrador de la empresa madre ni haberlo sido dentro de los cinco años anteriores, no ser mandatario social de una sociedad dentro de la cual la sociedad posea directa o indirectamente un mandato de administrador o de la cual un mandatario o empleado sea administrador, no ser cliente ni tener relaciones económicas o comerciales (no ser, p. ej., banquero o proveedor), ni relaciones familiares con otro administrador, ni haber sido contador o auditor contable.

Los administradores independientes se organizan normalmente en comités especializados que se encargan de aclararle ciertos puntos de la gestión al órgano administrativo, puntos que puedan ocasionar conflictos de intereses.

Esto nos lleva a tratar sobre los *comités satélite*, como los *comités de auditoría*, que aparecen en el artículo 45 de la Ley 964 de 2005.

2.3. COMITÉS DE AUDITORÍA

De acuerdo con la doctrina del gobierno societario, la búsqueda de independencia pasa necesariamente por la instauración de comités satélite del consejo o la junta directiva, encargados de asesorar a esta última sobre aspectos estratégicos de la gestión de la sociedad. Sin sustituirse a ella, los comités especializados ayudan a la junta y le aclaran puntos específicos de manera que pueda tomar, ella sola, las decisiones correctas. Son comités especializados en diferentes materias (como las cuentas, la remuneración de los dirigentes o el nombramiento de nuevos administradores), que ayudan a la junta a preparar las decisiones.

Los comités satélite sugeridos por la doctrina del gobierno societario tienen por función ayudar a la junta directiva a aclarar su conocimiento sobre aspectos respecto de los cuales deben tomarse decisiones suficientemente ilustradas para

31 Ibíd.

evitar posibles conflictos de intereses. Por esa razón, los campos en los cuales el gobierno corporativo aconseja crear comités de este tipo son la supervisión de las cuentas de la sociedad y el análisis de toda la información financiera (comités de auditoría), la selección o nombramiento de nuevos administradores (comités de nombramiento) y la determinación de la remuneración y las ventajas de los dirigentes societarios (comités de remuneración).

La Ley 964 de 2005 impone obligatoriamente, en su artículo 45, la creación de un comité de auditoría a los emisores de valores: "Los emisores de valores *deberán* constituir un comité de auditoría" (resaltado fuera de texto). La creación de los otros comités la deja a la discreción de los emisores, quienes pueden o no fijarlos en sus estatutos.

El comité de auditoría se encarga de controlar la información contable y financiera, de analizar los riesgos y supervisar el control interno. Los estados financieros deben someterse a consideración del comité de auditoría antes de ser presentados a consideración de la junta directiva y de la asamblea general. De acuerdo al artículo 45 de la ley mencionada, el comité de auditoría, "en los términos que determine el Gobierno Nacional, supervisará el cumplimiento del programa de auditoría interna, el cual deberá tener en cuenta los riesgos del negocio y evaluar integralmente la totalidad de las áreas del emisor. Asimismo, velará porque la preparación, presentación y revelación de la información financiera se ajuste a lo dispuesto en la ley". Los emisores de valores deberán prever en sus estatutos las disposiciones que regirán el funcionamiento del comité de auditoría así como lo relacionado con la elección de sus miembros. Los miembros, por lo menos tres de la junta directiva incluyendo los independientes (de acuerdo por lo dispuesto en el mismo artículo 45), deben contar con la adecuada experiencia.

Para el sistema bancario, el Comité de Basilea dispone en su orientación n.º 68 que un comité de auditoría debe ser obligatorio para bancos de importancia sistémica[32], y se recomienda para otros bancos en función de su tamaño, perfil de riesgo y complejidad. Se dice además que ha de ser un comité diferenciado de otros comités, que cuente con un presidente independiente y que no presida el consejo u otros comités, integrado solo por consejeros independientes o no ejecutivos, y que incluya miembros con experiencia en prácticas de auditoría, divulgación de información financiera y contabilidad.

32 Véase BCBS, Auditoría externa de bancos, 2014, disponible en: www.bis.org/publ/bcbs280_es.pdf

También indica que el comité de auditoría es responsable de: configurar la política sobre auditoría interna y divulgación de información financiera, entre otros; vigilar el proceso de divulgación de información financiera; vigilar e interactuar con los auditores internos y externos del banco; aprobar –o recomendar la aprobación al consejo o a los accionistas– el nombramiento, retribución y destitución de los auditores externos; revisar y aprobar el alcance y la frecuencia de la auditoría; recibir informes clave de auditoría y garantizar que la alta dirección tome las acciones correctivas necesarias de forma oportuna para resolver las deficiencias en los controles, el incumplimiento de las políticas, legislaciones y regulaciones, y otros problemas identificados por los auditores y otras funciones de control; vigilar el establecimiento de políticas y prácticas contables por parte del banco; y revisar las opiniones de terceros sobre el diseño y la eficacia del marco de gobierno del riesgo y del sistema de control interno.

El comité de auditoría ayuda a la junta a preparar las decisiones. Se encarga de controlar la información contable y financiera, de analizar los riesgos y supervisar el control interno. Los estados financieros deben someterse a consideración del comité de auditoría antes de ser presentados a consideración de la junta directiva y de la asamblea general.

Para garantizar aún más la independencia, la Ley 964 ha debido prever que la totalidad de los miembros del comité de auditoría fueran independientes, "pues el principal ingrediente de cualquier ejercicio de auditoría es la independencia de quien la realiza"[33]. Aun si la legislación colombiana no fue muy lejos en lo concerniente a la constitución del comité de auditoría de los emisores con una totalidad de miembros independientes, como han hecho por ejemplo los países europeos, ya es algo que exista la obligatoriedad de tener comités integrados por una gran parte de miembros independientes. Y esa reglamentación es una manifestación de gobierno societario en el caso de los emisores.

La junta directiva, en su labor de supervisión de la gestión realizada por el representante legal, se apoya en el comité de auditoría para que la información financiera sea veraz, es decir que refleje la realidad del emisor, y para que esa información se produzca y circule correctamente, "pues el principal elemento con el que cuentan los inversores, actuales o futuros, es la información"[34].

La adopción que hace la Ley 964 de 2005 de administradores independientes permite afirmar que en ella se admite que para reforzar la protección del interés social el mejor control que puede hacerse es el que realiza el mismo órgano administrativo de la sociedad emisora desde adentro, es decir, el control interno.

33 Córdoba Acosta. "El gobierno de la sociedad anónima inscrita en la Ley 964 de 2005", cit., p. 21.

Conclusión

En materia de sociedades emisoras de títulos valores, la Ley 964 de 2005 dispone normas de gobierno societario tendientes a repartir y controlar el ejercicio del poder de representación y dirección de la sociedad emisora, y a garantizar la independencia de la junta directiva frente al representante legal de la sociedad con el fin de dar transparencia y de terminar con una práctica antigua que consistía en que la junta se limitaba a autorizar actos que ya habían sido ejecutados sin análisis ni decisión previos. La independencia se refuerza a través de la implantación de comités de auditoría.

Resumen

Existen tres tipos de manifestaciones de gobierno societario en caso de las sociedades emisoras, contenidos en la Ley 964 de 2005: la disociación de funciones de presidente y representante legal (art. 44 inc. 2.º), la instauración de un porcentaje de administradores independientes dentro de las juntas directivas (art. 44, inc. 1.º), la implementación obligatoria de comités de auditoría (art. 45). Esas manifestaciones buscan equilibrar el ejercicio del poder al interior de las empresas, evitar los conflictos de intereses y supervisar mejor la labor tanto del director general de la sociedad como del representante legal de la misma.

Preguntas de repaso

- ¿Por qué es importante para el gobierno societario que las funciones de presidente de la junta directiva y de representante legal de la compañía estén disociadas?
- ¿Por qué es importante conformar la junta directiva con administradores independientes?
- ¿Cuáles son los criterios legales de la independencia?
- ¿Cuál es la labor del comité de auditoría?

---

34 Ibíd., p. 30.

3. CONTROL INTERNO

Mapa conceptual del acápite
Definición de control interno; informe COSO; componentes del control interno; Circular externa n.° 038 de 2009 de la Superintendencia Financiera de Colombia; noción de inversionistas-consumidores.

Objetivos del acápite
- Resaltar que el mejor control de quienes detentan el poder dentro de las sociedades en general y en particular dentro de las sociedades emisoras es el que viene de dentro de la misma empresa.
- Mostrar la necesidad de contar con una buena organización del control interno para que este sea eficaz.
- Exponer el análisis empresarial en materia de control interno.
- Exponer la reglamentación actual en materia de control interno.

El gobierno societario participa del desarrollo del dispositivo en materia de control interno, ya que un control interno efectivo contribuye a minimizar los riesgos financieros y operacionales de la sociedad emisora y acrecienta la calidad de la información financiera. Ya vimos que es importante tener una buena calidad de información en las sociedades emisoras.

El control interno participa del mejoramiento de ese aspecto fundamental que atrae a los inversionistas y garantiza la perennidad de la sociedad.

El control interno es el que realizan los mismos administradores que conforman la junta directiva sobre su representante legal o director general en cuanto al ejercicio del poder hacia fuera de la sociedad, sobre las decisiones que toma, la gestión que realiza y los gastos que ejecuta.

El control interno puede definirse como el proceso que adelanta la administración con el fin de evaluar operaciones específicas con seguridad razonable en tres categorías principales: efectividad y eficiencia operacional, confiabilidad de la información financiera, y cumplimiento de políticas, leyes y normas[35]. Se trata de controlar la acción del emisor en tres campos: estratégico comercial, jurídico y financiero. Esta definición es la que contiene el Committee of Sponsoring Organizations (COSO), derivada de los trabajos de una comisión de análisis (Commission Treadway) en el año 1985 y publicada en Estados Unidos en 1992. Esta comisión tenía por objeto reflexionar sobre la elaboración y desarrollo de un referencial metodológico de análisis del control interno.

Con el fin de que los administradores puedan prestar atención a cada uno de los tres campos de acción citados, el COSO estructura el análisis del control interno en cinco componentes que deben ser implementados en todas las compañías de acuerdo con su tamaño y características administrativas:

- El ambiente de control
- La evaluación de riesgos
- Las actividades de control
- La información y la comunicación
- El monitoreo o supervisión

El control interno es el que realizan los mismos administradores que conforman la junta directiva. Puede definirse como el proceso que ejecuta la administración con el fin de evaluar operaciones específicas con seguridad razonable en tres principales categorías: Efectividad y eficiencia operacional, confiabilidad de la información financiera y cumplimiento de políticas, leyes y normas.

La Circular externa n.° 038 de 2009 de la Superintendencia Financiera de Colombia dispone en el capítulo noveno, dedicado a las obligaciones especiales de las entidades vigiladas, numeral 7[36], lo que en Colombia se debe considerar como sistema de control interno.

La lectura del capítulo referenciado de la circular muestra claramente la influencia que ha tenido el informe COSO sobre la reglamentación colombiana en materia de control interno de las entidades vigiladas.

En efecto, luego de presentar el principio según el cual ese tipo de control corresponde a los administradores de las sociedades emisoras, quienes tienen a su cargo el deber de precisar las políticas y diseñar los procedimientos de control interno (num. 7.1), la circular define el sistema de control interno de la siguiente manera:

35 "Control interno - Informe COSO", disponible en: http://www.asofis.org.mx/mejores_practicas/COSO.pdf

36 Disponible en la página web de la Superintendencia Financiera de Colombia.

Se entiende por SCI el conjunto de políticas, principios, normas, procedimientos y mecanismos de verificación y evaluación establecidos por la junta directiva u órgano equivalente, la alta dirección y demás funcionarios de una organización para proporcionar un grado de seguridad razonable en cuanto a la consecución de los siguientes objetivos:

i. Mejorar la eficiencia y eficacia en las operaciones de las entidades sometidas a inspección y vigilancia. Para el efecto, se entiende por eficacia la capacidad de alcanzar las metas y/o resultados propuestos; y por eficiencia la capacidad de producir el máximo de resultados con el mínimo de recursos, energía y tiempo.

ii. Prevenir y mitigar la ocurrencia de fraudes, originados tanto al interior como al exterior de las organizaciones.

iii. Realizar una gestión adecuada de los riesgos.

iv. Aumentar la confiabilidad y oportunidad en la información generada por la organización.

v. Dar un adecuado cumplimiento de la normatividad y regulaciones aplicables a la organización.

El informe COSO especifica que el control interno es un proceso, es decir un medio para alcanzar un fin, no un fin en sí mismo. El proceso hace referencia a una cadena de acciones extendida a todas las actividades inherentes a la gestión. Lo llevan a cabo las personas que actúan en todos los niveles y no se trata solamente de manuales de organización y procedimientos. Además, solo puede aportar un grado de seguridad razonable, no la seguridad total.

Para finalizar, es preciso decir que incumbe a la autoridad superior la responsabilidad en cuanto al establecimiento de una estructura de control interno idónea y eficiente, así como su revisión y actualización periódica[37].

La circular retoma los cinco componentes del control interno en el numeral 7.5 titulado "Elementos del sistema de control interno". Veamos en detalle cada uno de esos componentes.

37 "Control interno - Informe COSO", cit., p. 5.

3.1. AMBIENTE DE CONTROL

El ambiente de control es algo inmaterial como el aire que se respira. El ambiente de control refleja el espíritu ético vigente en una entidad respecto del comportamiento de los agentes, la responsabilidad con que encaran sus actividades y la importancia que le asignan al control interno[38]. No obstante su carácter genérico y abstracto, este elemento es fundamental porque sirve de termómetro para medir el grado de voluntad y empeño de los administradores en la evaluación de los riesgos y en la elaboración de medida tendientes a limitar esos riesgos.

Es, fundamentalmente, consecuencia de la actitud asumida por la alta dirección y la gerencia, actitud fecunda porque difunde disciplina a través de la influencia que ejerce sobre el comportamiento del personal en su conjunto, mediante un fenómeno de irradiación. En pocas palabras, es el inicio de un círculo virtuoso: el buen ejemplo que dan los altos ejecutivos al personal de la compañía.

Los principales factores del ambiente de control, de acuerdo con el informe COSO[39], son:

- La filosofía y estilo de la dirección y la gerencia.
- La estructura, el plan organizacional, los reglamentos y los manuales de procedimiento.
- La integridad, los valores éticos, la competencia profesional y el compromiso de todos los componentes de la organización, así como su adhesión a las políticas y objetivos establecidos.
- Las formas de asignación de responsabilidades y de administración y desarrollo del personal.
- El grado de documentación de políticas y decisiones, y de formulación de programas que contengan metas, objetivos e indicadores de rendimiento.
- La existencia de consejos de administración y comités de auditoría con suficiente grado de independencia y calificación profesional.

La circular externa retoma el contenido propuesto en el informe COSO en materia de ambiente de control y establece, en el numeral 7.5.1, que el mismo

38 Ibid., p. 4.
39 Ibid., p. 5.

> ... está dado por los elementos de la cultura organizacional que fomentan en todos los integrantes de la entidad principios, valores y conductas orientadas hacia el control. Es el fundamento de todos los demás elementos del SCI, dado que la eficacia del mismo depende de que las entidades cuenten con personal competente e inculquen en toda la organización un sentido de integridad y concientización sobre el control.

Como se aprecia, la Superintendencia Financiera admite la importancia que reviste la implantación de una cultura organizacional basada en los valores éticos que permiten un buen ambiente de control interno.

Los valores éticos y la voluntad para establecerlos y mantenerlos son indiscutibles en este primer elemento del control interno. La circular externa refleja por lo menos una intención reglamentaria orientada en el sentido de invitar a los emisores a establecer en su organización interna un ambiente propicio al buen desarrollo del control. Si bien es cierto que "el que nada debe, nada teme", el que nada teme estará dispuesto a someterse al tipo de control que exista a sabiendas de hacerlo en el interés de la sociedad, porque el objetivo fundamental es graduar altamente la confianza de los inversionistas.

La expedición de un código de conducta es uno de los elementos mínimos que permiten generar un ambiente favorable de control. Esos códigos deben gobernar la conducta de todos los agentes pertenecientes a la sociedad, para que estos se vean comprometidos a cumplir debidamente sus disposiciones. La instauración de códigos éticos es otra manifestación de gobierno societario que vemos retomada en la legislación colombiana en el caso de los emisores. La ética codificada es un fenómeno que tiene su origen en la necesidad de regular la falta de sumisión espontánea a los valores éticos de quienes ejercen el poder y administran capitales ajenos, sumisión que debiera de ser natural entre personas responsables que orientan sus esfuerzos hacia el interés general. Ese fenómeno actual se materializa en una expresión concreta de los principios de conducta esperados y exigidos de quienes detentan el poder dentro de las sociedades, principios que han sido listados y difundidos por la ideología del gobierno societario en todo el mundo. Esa expansión ha sido ampliamente favorecida por el fenómeno de la mundialización aplicado a lo jurídico.

La citada Circular 038 de 2009 dispone que el código de conducta debe tener el siguiente contenido (7.5.1-II):

- Valores y pautas explícitas de comportamiento.
- Parámetros concretos determinados para el manejo de conflictos de interés, incluyendo expresamente, entre otros, los que regulen las operaciones con vínculos económicos, en adición a los que apliquen por disposición legal.

- Mecanismos para evitar el uso de información privilegiada o reservada.
- Órganos o instancias competentes para hacer seguimiento o cumplimiento del código.
- Consecuencias de su inobservancia, teniendo en cuenta factores tales como reincidencias, pérdidas para los clientes o la entidad, violaciones a límites, entre otros.

Vemos entonces que la legislación colombiana trata de aplicar los principios de gobierno corporativo en lo referente a lograr que los emisores cuenten con un ambiente de control favorable que permita mantener alta la confianza de quienes invierten su dinero. Todas las entidades sometidas a inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia, ya sean matrices o subordinadas, deben implementar o ajustar su SCI a los requisitos mínimos establecidos en el capítulo noveno, numeral 7 de la Circular externa n.° 038 de 2009.

Ambiente de control: es el primero de los 5 componentes del sistema de control interno. De carácter inmaterial (puesto que es una conducta ética que viene desde arriba, desde los altos ejecutivos, y que tiene vocación de irradiar, en un fenómeno de contagio, a todo el personal de la empresa), se materializa en la redacción y adopción de códigos de conducta cuyo contenido mínimo está reglamentado, en el caso de los emisores, en la Circular externa n.° 38 de 2009 (cap. 9, num. 7.5.1-II).

3.2. EVALUACIÓN DE RIESGOS

Las entidades deben preservar la eficacia, eficiencia y efectividad de su gestión y capacidad operativa, así como salvaguardar los recursos que administren. Para ello deben contar con un sistema de administración de riesgos que permita la minimización de los costos con base en el análisis del contexto estratégico. Deben determinar métodos de tratamiento y monitoreo de los riesgos con el fin de prevenir que se concreten, porque esto afectaría el desarrollo normal de la actividad societaria.

La Circular externa n.° 038 de 2009 dispone en su numeral 7.5.2 del capítulo noveno, de manera obligatoria, que las entidades sometidas a inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera adelanten como mínimo los siguientes procedimientos (entre otros) con miras a la evaluación de riesgos:

- Identificar las amenazas que enfrenta la entidad y las fuentes de las mismas.
- Identificar los riesgos existentes en sus procesos, priorizándolos mediante un ejercicio de valoración, teniendo en cuenta los factores propios de su entorno y la naturaleza de su actividad.
- Medir la probabilidad de ocurrencia de los riesgos y su impacto sobre los recursos de la entidad, así como su credibilidad y el buen nombre en caso de realizarse.
- Identificar y evaluar los controles existentes con ánimo de conservarlos y medir su efectividad.
- Elaborar mapas de riesgo periódicamente actualizados y divulgarlos entre quienes intervienen en los procesos respectivos, así como divulgar las políticas definidas para su administración.
- Gestionar los riesgos en forma integral, aplicando diferentes estrategias que permitan llevarlos hacia niveles tolerables.

Además de lo anterior, las entidades deben seguir las instrucciones especiales en materia de gestión de ciertos riesgos.

El control interno ha sido pensado para limitar los riesgos que afectan las actividades de las sociedades. Por medio del análisis de los riesgos relevantes y la apreciación del punto hasta el cual el control vigente los neutraliza, se evalúa la vulnerabilidad del sistema. Para ello debe conocerse a la entidad y sus componentes de manera de identificar los puntos débiles. Los riesgos se enfocan tanto en el nivel de la organización (riesgos internos y externos) como en el de la actividad[40].

Este segundo componente del control interno debe implementarse en todas las entidades vigiladas, de acuerdo con su tamaño y características administrativas. Tiende a controlar la acción del emisor, que no debe ser irracionalmente arriesgada, por cuanto maneja dineros ajenos, pero debe mantener cierta dosis de riesgo por ser este inherente al mundo del comercio y de los negocios.

De acuerdo con el Comité de Basilea, el comité de riesgos para el sector bancario analizará todas las estrategias de riesgo a nivel agregado y por tipo de riesgo, y emitirá las correspondientes recomendaciones al consejo, así como sobre el apetito de riesgo; revisará las políticas de riesgo del banco al menos una vez al año, y vigilará que la alta dirección cuente con procesos para fomentar el respeto de las políticas de riesgo aprobadas (orientación n.° 71). El trabajo del

40 Ibíd., p. 6.

incluye la vigilancia de las estrategias de gestión de capital y liquidez, así como de todos los riesgos relevantes, como el riesgo de crédito, de mercado, operacional y de reputación, para garantizar que son coherentes con el apetito por el riesgo enunciado (orientación n.° 73). Deben existir una comunicación y una coordinación eficaces entre el comité de auditoría y el comité de riesgos para facilitar el intercambio de información y la cobertura eficaz de todos los riesgos, incluidos los riesgos incipientes, y para realizar cualquier ajuste necesario al marco de gobierno del riesgo del banco (orientación n.° 75).

3.3. ACTIVIDADES DE CONTROL

Las actividades de control son las políticas y procedimientos que deben seguirse para lograr que se cumplan las instrucciones de la administración con relación a los riesgos y controles. Estas actividades se distribuyen en toda la entidad, y generan actividades obligatorias para todas las áreas. Una lista no exhaustiva de esas actividades obligatorias figura en el numeral 7.5.3 de la circular externa antedicha. Esas actividades son, entre otras, realizar unos controles generales y otros de aplicación, en los siguientes términos:

Controles generales, que rigen para todas las aplicaciones de sistemas y ayudan a asegurar su continuidad y operación adecuada. Dentro de éstos se incluyen aquellos que se hagan sobre la administración de la tecnología de información, su infraestructura, la administración de seguridad y la adquisición, desarrollo y mantenimiento del *software*.

Controles de aplicación, los cuales incluyen pasos a través de sistemas tecnológicos y manuales de procedimientos relacionados. Se centran directamente en la suficiencia, exactitud, autorización y validez de la captura y procesamiento de datos. Ayudan a asegurar que los datos se capturan o generan en el momento de necesitarlos, que las aplicaciones de soporte estén disponibles y que los errores de interfase [*sic*] se detecten rápidamente. Un objetivo importante de los controles de aplicación es prevenir que los errores se introduzcan en el sistema, así como detectarlos y corregirlos una vez involucrados en él. Si se diseñan correctamente, pueden facilitar el control sobre los datos introducidos en el sistema.

Dichas actividades implican una política que establece lo que debe hacerse y adicionalmente los procedimientos para llevarla a cabo. Todas estas actividades deben tener como principal objetivo la determinación y prevención de los riesgos

(potenciales o reales); errores, fraudes u otras situaciones que afecten o puedan llegar a afectar la estabilidad y/o el prestigio de la entidad.

Las actividades de control se ejecutan en todos los niveles de la organización y en cada una de las etapas de la gestión, partiendo de la elaboración de un mapa de riesgos según lo expresado en el punto anterior: una vez identificados los riesgos, se disponen los controles destinados a evitarlos o minimizarlos. Esos controles pueden agruparse en tres categorías:

- Las operaciones.
- La confiabilidad de la información financiera.
- El cumplimiento de leyes y reglamentos[41].

Las actividades de control son las políticas y procedimientos que deben seguirse para lograr que se cumplan las instrucciones de la administración con relación a los riesgos y controles.

3.4. INFORMACIÓN Y COMUNICACIÓN

Para una gestión eficaz y una ejecución correcta de las funciones de todos los agentes dentro de la sociedad emisora es necesario que se pongan en marcha mecanismos tendientes a mejorar la circulación de la información en el interior de las sociedades. La toma de decisiones suficientemente ilustradas implica el conocimiento de los elementos materiales y factuales que entran en juego antes de la toma de cualquier decisión relevante para la compañía.

Así como es necesario que todos los agentes conozcan el papel que les corresponde desempeñar en la organización (funciones, responsabilidades), es imprescindible que cuenten con la información periódica y oportuna que deben manejar para orientar sus acciones en consonancia con los demás, hacia el mejor logro de los objetivos[42].

Por ejemplo, en el campo bancario, la alta dirección debe mantener informado al consejo de forma periódica y adecuada respecto de los temas relevantes, entre ellos: cambios en la estrategia de negocio, estrategia de riesgo/apetito

41 Ibíd., p. 7.

42 Ibíd., p. 8.

por el riesgo; resultados y condición financiera del banco; infracción de las delimitaciones del riesgo o de las normas de cumplimiento; deficiencias en los controles internos; inquietudes jurídicas o reguladoras; asuntos remitidos por los procedimientos de denuncia de irregularidades (Comité de Basilea, orientación n.° 94).

Sin embargo, en nombre de la transparencia no debe permitirse una proliferación de información en cantidad y calidad inadecuadas. Mucha información mata la información. Se deben crear mecanismos o procedimientos que permitan a los destinatarios de informaciones relevantes esperar una información cabal, entera y suficiente que les permita realizar sus propias actividades en beneficio de la sociedad. No se trata de privilegiar la cantidad, pues ello escondería lo verdaderamente importante que debe resaltar de la información solicitada y emitida. Se debe ser observante en transmitir exactamente lo que se debe, ni más ni menos.

Los inversores en el mercado público de valores son considerados como *consumidores* porque tienen que ser protegidos, como los consumidores, en cuanto a la información que les es dirigida[43]. El dirigente de la sociedad debe estar muy atento a la información suministrada a los accionistas cuando se trata de la emisión o de cesión de acciones. La jurisprudencia francesa exige en este punto una rigurosa transparencia de la actitud adoptada por el dirigente en materia de información sobre los elementos relativos al valor de las acciones cuando se trata de operaciones de cesión. De manera general, las acciones solo son vendidas por la sociedad emisora en dos casos: en el momento de la constitución de la sociedad o en el de realizar un aumento de capital. Por fuera de esos casos, las acciones son directamente negociadas por su titular, quien puede acordar con el dirigente que este adelante un rol de mediador. En el primer caso, el emisor, si está cotizado en bolsa, debe establecer y hacer visar por la autoridad del mercado financiero una nota de información dirigida a los suscriptores, tanto sobre las características del emisor como sobre el contenido y las modalidades de la operación (esto se halla expresamente contenido en la legislación francesa[44]).

43 GUYON, YVES. "Actionnaires et consommateurs", en Études *de droit de la consommation. Liber amicorum Jean Calais-Auloi*, Paris, Dalloz, 2004, pp. 481-493.

44 En el artículo 412-1 del Código Monetario y Financiero francés.

La obligación de informar incumbe entonces a quien podría considerarse como un *vendedor profesional*[45]. En el lado opuesto, los inversionistas son considerados como *consumidores* porque son beneficiarios de esa información que de otra manera desconocerían, información que es determinante para orientar sus escogencias (compradores-consumidores), y son personas no necesariamente expertas en materia financiera (profanas). Los inversionistas, como los consumidores, adhieren a esa información porque tienen confianza en ella y sobre la base de ella deciden de su inversión en uno u otro sentido. Se les debe, por tanto, proteger legalmente, como a los consumidores, pues son una parte débil en el mercado de valores (por su posición de inferioridad frente a los detentadores de la información, considerados, como los vendedores profesionales, la parte fuerte). La ley entra entonces a equilibrar la relación jurídico-negocial otorgando protección a quien merece ser protegido.

La situación es diferente cuando las acciones son vendidas directamente por el accionista. En ese caso el titular no tiene la obligación legal de informar a los inversionistas, por la simple razón de que no participa, como accionista que es, de la gestión corriente de la sociedad emisora, sino que simplemente participa de las asambleas generales y por lo tanto tiene una visión incompleta acerca del estado de los asuntos sociales. La obligación de información incumbe en este caso a la sociedad emisora, así esta no sea parte dentro del negocio de cesión de acciones[46].

En derecho colombiano, la protección de los suscriptores de acciones reposa, como en derecho francés, sobre la idea de que estos son equivalentes a los consumidores y que la sociedad es un vendedor profesional, sometida por tanto al deber de informar a los compradores (suscriptores) potenciales. La responsabilidad de los administradores que conforman la junta directiva de esas sociedades emisoras sometidas a vigilancia de la Superintendencia Financiera podría verse comprometida en caso de no respetar ese deber de información, conforme al artículo 24 de la Ley 222 de 1995, y en consecuencia podría serles impuesta una sanción pecuniaria (multa).

Es interesante notar cómo la información debida a los accionistas y suscriptores de valores es similar a la debida a los consumidores. La información acarrea confianza. El accionista, como el consumidor, debe ser bien informado,

45 GUYON. "Actionnaires et consommateurs", cit.

46 Ibíd.

la protección legislativa debe radicar en la provisión de una información de calidad más que de cantidad.

Por esa razón la circular externa antedicha dispone en su numeral 7.5.4.2:

> El principio de transparencia que rige el mercado de valores y el sistema financiero exige que se proporcione a los consumidores financieros y demás participantes del mercado, en igualdad de condiciones, información oportuna, suficiente y de calidad sobre los datos y hechos relevantes que permitan una adecuada formación de precios y la adopción de decisiones debidamente fundamentadas.

Es responsabilidad de los administradores de las entidades supervisadas adoptar las medidas y controles necesarios para evitar el suministro de información privilegiada a los participantes del mercado.

Para la Superintendencia de Sociedades, los documentos sometidos a reserva son:

> Las actas de las reuniones del máximo órgano social o de las Juntas Directivas; Los Informes del representante legal o junta directiva que se presentan a las asambleas o juntas de socios; Los comprobantes de contabilidad, los documentos en que se justifiquen ellos, recibos de caja, la correspondencia recibida y enviada en ejercicio de las actividades sociales; Los papeles de trabajo elaborados con ocasión de una visita o una investigación realizada por la Superintendencia; Cualquier documento que contenga procedimientos secretos de producción industrial, sistemas de propaganda o venta o referencia o datos que puedan afectar a la empresa en relación con la competencia (art. 283 del Código de Comercio); Los balances que no correspondan a fin de año calendario; Los anexos que acompañen los estados financieros que reposen en la entidad (Oficio 220-23252 de 6 de junio de 2001)[47].

La información relevante debe ser captada, procesada y transmitida de tal modo que llegue oportunamente a todos los sectores permitiendo determinar y asumir las responsabilidades individuales. La información operacional, financiera y de cumplimiento conforma un sistema para posibilitar la dirección, ejecución y control de las operaciones. Está integrada no solo por datos

47 REYES VILLAMIZAR, FRANCISCO. *Derecho societario*, t. I, 2.ª ed., Bogotá, Temis, 2006, pp. 455 y 456.

generados internamente sino por aquellos provenientes de actividades y condiciones externas, necesarios para la toma de decisiones[48].

El numeral 7.5.4.1 de la Circular externa n.° 038 de 2009 obliga a las entidades sometidas a inspección y vigilancia a contar con sistemas que garanticen que la información cumpla con los criterios de seguridad (confidencialidad, integridad y disponibilidad), calidad (efectividad, eficiencia y confiabilidad) y cumplimiento. Con ese fin la circular propone en el mismo numeral ciertas actividades, como por ejemplo asignar el responsable de cada información y las personas que pueden tener acceso a la misma o definir controles para garantizar que los datos y documentos sean preparados por el personal autorizado para hacerlo y proteger adecuadamente la información sensible contra acceso o modificación no autorizada, clasificar la información (en pública, privada o confidencial, según sea el caso) e implementar mecanismos para evitar el uso de información privilegiada en beneficio propio o de terceros.

El movimiento del gobierno societario ha jugado un papel preponderante en el desarrollo del derecho a la información de los accionistas, socios, administradores y terceros. La creación de valor operada por la actividad empresarial debe aprovechar a todas las partes interesadas (trabajadores, acreedores, inversores o accionistas), concebidas como una comunidad de personas, y no a unos pocos (entiéndase únicamente quienes dirigen la sociedad). El interés común busca asegurar el beneficio de la actividad empresarial superando todo individualismo, y se sitúa en una óptica de "solidaridad social" o, en otros términos, de beneficio general.

El buen manejo de la información está estrechamente ligado con los conflictos de interés, que son un punto neurálgico del gobierno corporativo. Quienes ejercen el poder dentro de las sociedades deben hacerlo sin menoscabar el interés superior que deben respetar, es decir, el interés de la empresa entendido en un sentido comunitario, y no pueden, de ninguna manera y sin necesidad de llegar a entrar en la ilegalidad, orientar sus decisiones o acciones motivados por intereses personales o de terceros a quienes se quiera favorecer. Así, una jurisprudencia francesa del año 2003, conocida como la jurisprudencia *Kalisto*, condenó a la sociedad y a su dirigente por haber publicado una información incompleta. En el caso concreto, la sociedad Kalisto publicó, bajo la responsabilidad de su dirigente, una información que no tomaba en consideración un riesgo conocido por la sociedad. La autoridad francesa encargada de velar

48 Ibíd.

por la transparencia del mercado de valores (llamada COB en esa época, pero actualmente sustituida por la AMF: Autoridad de los Mercados Financieros) consideró que los hechos habían alterado el buen funcionamiento del mercado y habían atentado contra la igualdad de los inversionistas ante la información. La Corte de Apelación de París confirmó la condena, con fundamento en el reglamento de la COB relativo a la obligación de informar al público, y mantuvo la decisión de condena contra el dirigente aunque redujo el monto de la misma por no haber este sacado provecho personal de la operación[49].

3.5. MONITOREO

El último elemento constitutivo del control interno es el monitoreo. De acuerdo con la Circular externa n.° 038 de 2009 (num. 7.5.5), el monitoreo "[e]s el proceso que se lleva a cabo para verificar la calidad de desempeño del control interno a través del tiempo". Este proceso, denominado de "supervisión" por el informe COSO, busca medir que la estructura de control interno sea idónea y eficiente, pues toda organización tiene áreas donde los sistemas de control interno están en desarrollo, necesitan ser reforzados o se impone directamente su reemplazo debido a que perdieron su eficacia o resultaron inaplicables. Las causas pueden encontrarse en los cambios internos y externos a la gestión que, al variar las circunstancias, generan nuevos riesgos que es preciso afrontar[50].

El objetivo es asegurar que el control interno funcione adecuadamente, a través de dos modalidades de supervisión: actividades continuas y evaluaciones puntuales. Esto ha sido retomado por la circular externa en estos términos:

> [El monitoreo] Se realiza por medio de la supervisión continua que realizan los jefes o líderes de cada área o proceso como parte habitual de su responsabilidad frente al control interno (vicepresidentes, gerentes, directores etc. dentro del ámbito de competencia de cada uno de ellos), así como de las evaluaciones periódicas puntuales que realicen la auditoría interna u órgano equivalente, el presidente o máximo responsable de la organización y otras revisiones dirigidas.

49 CA París, Primera Sala, 1.° de abril de 2003, Rec. Dalloz 2004, somm., comm. p. 1801, obs. Thomasset-Pierre, p. 1802 obs. Reinhardt.

50 "Control interno – Informe COSO", cit., p. 9.

Las actividades continuas son aquellas incorporadas a las actividades normales y recurrentes que, ejecutándose en tiempo real y arraigadas en la gestión, generan respuestas dinámicas a las circunstancias sobrevinientes[51].

En cuanto a las evaluaciones puntuales, son ejecutadas por los propios responsables de las áreas de gestión (autoevaluación), la auditoría interna y por auditores externos, permitiendo a la alta dirección determinar si el control interno está presente y funciona en forma adecuada en el tiempo.

El SCI no es estático sino dinámico pues se ajusta permanentemente a las nuevas situaciones del entorno. Las deficiencias o debilidades del sistema de control interno detectadas a través de los diferentes procedimientos de supervisión deben ser comunicadas a efectos de que se adopten las medidas de ajuste correspondientes.

Conclusión

Este acápite presenta el proceso de control interno en las sociedades emisoras en Colombia. La lectura de la Circular externa n.° 038 de 2009 de la Superintendencia Financiera (cap. 9, num. 7) revela la marcada influencia que tuvo el informe norteamericano COSO sobre la reglamentación colombiana, informe que representa una referencia metodológica de análisis del control interno. El objetivo perseguido por ese procedimiento de control no es otro que el de dar transparencia a las operaciones de los emisores mediante el control de la acción del emisor en tres campos: estratégico comercial, jurídico y financiero.

Resumen

El control interno es el que realizan los mismos administradores de las sociedades emisoras. La Circular externa n.° 038 de 2009 de la Superintendencia Financiera establece (cap. 9, num. 7) lo que en Colombia se considera control interno. Lo define como el conjunto de políticas, normas, principios y procedimientos establecidos por la junta directiva para proporcionar un grado de seguridad razonable en cuanto a la consecución de ciertos objetivos. La circular desarrolla cada uno de los cinco componentes que deben ser implementados en todas las sociedades emisoras, a saber: ambiente de control, evaluación de riesgos, actividades de control, información y comunicación, y monitoreo.

---

51 Ibíd.

Preguntas de repaso

¿Qué es control interno?

¿Quién ejerce ese control?

¿Cuáles son los componentes involucrados en el proceso de control interno?

¿Qué es el ambiente de control? ¿Por qué tiene relación con el gobierno societario?

¿A qué se refiere la información y la comunicación? ¿Por qué tiene relación con el gobierno societario?

---

4. CONTRALOR INTERNO

Mapa conceptual del acápite

Quién es contralor interno; comité de auditoría; obligatoriedad de contar con un comité de auditoría; composición del comité de auditoría; funciones del comité de auditoría; teoría monista y teoría dualista de las sociedades anónimas.

Objetivos del acápite

Resaltar el rol del comité de auditoría, que en Colombia es obligatorio en caso de emisores, e insistir en la importancia de la independencia de quienes ejercen el control interno.

El contralor interno dentro de las sociedades es la junta directiva de la empresa.

4.1. JUNTA DIRECTIVA

La junta directiva (u órgano equivalente) debe ejercer la autoridad, la orientación y la vigilancia del personal directivo superior (director general, representante legal), de manera que debe estar constituida por miembros experimentados que conozcan adecuadamente acerca de las actividades, objetivos y estructura de la sociedad (art. 7.7.1.1 Circular externa n.° 038 de 2009).

Los miembros de la junta directiva son los principales gestores del gobierno corporativo.

Los administradores que componen la junta deben realizar su gestión con profesionalismo, integridad, competencia e independencia, dedicándole todo el tiempo necesario que requiere el ejercicio de su actividad. Deben ejecutar su misión con transparencia, procurando tener un buen conocimiento de los

riesgos que involucran los productos que ofrece la empresa. Deben evaluar con profundidad los riesgos asociados a los instrumentos de inversión que utiliza el emisor y apoyar la labor de fiscalización y control (art. 7.7.1 Circular externa n.º 038 de 2009).

4.2. COMITÉ DE AUDITORÍA

Para el adecuado cumplimiento de la labor que compete a la junta directiva de las sociedades emisoras, estas *deben contar obligatoriamente con un comité de auditoría*. La Circular externa n.º 038 de 2009 dispone que ese comité es dependiente de la junta, dependencia que se percibe por ejemplo en la conformación del comité de auditoría: mínimo tres miembros de la junta directiva incluyendo todos los independientes (Ley 964 de 2005, art. 45). Esto quiere decir que el comité de auditoría está constituido por administradores, que están sometidos al régimen de responsabilidades de los administradores tal y como deriva de la Ley 222 de 1995 (art. 24).

El comité de auditoría refuerza la función de supervisión que radica en cabeza de la junta directiva. Al afirmar que el comité de auditoría depende de la junta, la circular termina con una duda que subsistía frente al artículo 45 de la Ley 964 de 2005 en cuanto a la naturaleza jurídica del comité de auditoría. Ya no se puede considerar que son dos órganos diferentes, pues resulta claro que es uno solo. En efecto, de la redacción del artículo que establecía las funciones de velar por que el control interno funcione bien parecía desprenderse una naturaleza orgánica del comité. Ahora se sabe que es un órgano dependiente de la junta, lo cual ya se podía suponer, pues la junta directiva es el órgano de control por excelencia, al tener la facultad legal de tomar todas las determinaciones necesarias en orden a que la sociedad cumpla sus fines (art. 438 C.Co.), lo cual incluye la facultad de supervisar la gestión de los representantes legales de la sociedad emisora que, salvo estipulación en contrario, ella tiene la facultad de designar o remover, lo que supone un importante mecanismo de control sobre quienes detentan la gestión de los negocios sociales[52]. La organización societaria que existe en el ordenamiento jurídico colombiano en lo que respecta a las sociedades anónimas es de tipo *monista*; esto quiere decir que existe un solo órgano de gestión (estructura monista tradicional) al interior del cual se realiza el control (junta directiva o consejo de administración), y no dos. En Francia y Alemania existe una estructura *dualista*, es decir que las sociedades anónimas cuentan con dos órganos, donde uno ejerce la gestión (directorio) y el otro supervisa o controla (consejo de vigilancia)[53].

Haciendo abstracción de la estructura societaria monista colombiana, el carácter orgánico del comité de auditoría que antes se sospechaba es ahora confirmado.

El comité de auditoría es un organismo dependiente de la junta directiva, encargado de la evaluación del control interno de la misma, así como de su mejoramiento continuo. Esas funciones de asesoría y apoyo no implican de ninguna manera una sustitución en la responsabilidad, que sigue correspondiendo a la junta directiva y es una responsabilidad colegiada (art. 7.7.1.2 Circular externa n.º 038 de 2009).

Actualmente, en Europa los comités de auditoría deben estar conformados por una totalidad de miembros no ejecutivos. Esto debiera también ser así en Colombia. La transposición de la Directiva europea 2006/43/CE sobre control legal de las cuentas anuales hecha en Francia por el Decreto del 8 de diciembre de 2008, que modifica el Código de Comercio, prevé en adelante la obligación de crear una comité de auditoría bajo la responsabilidad del consejo de administración (junta directiva). Este comité estará encargado del seguimiento de las cuestiones relativas a la elaboración y control de las informaciones contables y financieras. La composición es fijada por el consejo de administración, exigiéndose que todos los miembros provengan del consejo de administración con exclusión de todo miembro ejecutivo, y al menos uno de los miembros del comité debe presentar aptitudes particulares en materia financiera o contable y ser independiente de conformidad con los criterios especificados y publicados por el consejo administrativo. La función del comité es asegurar el seguimiento de los procesos de elaboración de la información financiera, de la eficacia de los sistemas de control interno y de gestión de riesgos, el control legal de las cuentas anuales, la independencia del auditor contable, emitir recomendaciones sobre los candidatos al puesto de auditor contable y rendir regularmente cuentas al consejo de administración[54].

52 Córdoba Acosta. "El gobierno de la sociedad anónima inscrita en la Ley 964 de 2005", cit., p. 29.

53 Merle, Philippe. *Droit commercial, Sociétés commerciales*, Précis Dalloz, 12.ª ed., Paris, 2008, n.º 372, 404 y 438.

54 Lexisnexis n.º 87.

Pero una cosa es prever el establecimiento de esos comités y otra cosa es garantizar el buen funcionamiento de estos últimos. Sin independencia ningún comité podría funcionar bien. Es entonces importante que las decisiones sean tomadas con independencia, y para ello qué mejor que componer esos comités con una mayoría de miembros independientes.

Conclusión
La independencia de los administradores miembros de la junta directiva, así como la de quienes componen el comité de auditoría, es el requisito *sine qua non* que garantiza el buen funcionamiento de esos órganos en ejercicio de su deber de control interno.

Resumen
Los miembros de la junta directiva, principales gestores del gobierno corporativo dentro de la sociedad, son los encargados de ejercer el control interno. En su calidad de contralor interno, la junta directiva debe vigilar al personal directivo superior (director general, representante legal) y debe asesorarse, obligatoriamente, de un comité de auditoría (por mandato del artículo 45 de la Ley 964 de 2005), órgano dependiente de la junta.

Preguntas de repaso
- ¿Qué hace la junta directiva?
- ¿Qué es y qué hace el comité de auditoría?
- ¿Cuál es la relación del comité de auditoría con la junta directiva?

5. RETOS DEL MERCADO INTEGRADO LATINOAMERICANO (MILA) EN MATERIA DE GOBIERNO SOCIETARIO

Mapa conceptual del acápite
Retos del MILA a nivel local, retos generales a nivel institucional, constantes de gobierno corporativo en ambos casos.

Objetivos del acápite
Resaltar la importancia de una buena observancia de las disposiciones de gobierno societario en materia de información y de transparencia para fundar sólidamente las bases del MILA.

Para finalizar nuestro estudio, no podemos dejar de preguntarnos cuáles son los retos que se le abren al MILA en materia de gobierno societario.

Los retos que se perfilan para el MILA en materia de gobierno corporativo son, a nuestro parecer, de dos clases:

1. Retos del gobierno societario a nivel local.
2. Retos generales a nivel institucional.

Veamos rápidamente la descripción de cada uno para luego resaltar las constantes que se encuentran en ambos casos en materia de gobierno societario.

5.1. RETOS DEL GOBIERNO SOCIETARIO A NIVEL LOCAL

Al firmar el 15 de enero de 2010 en Lima un memorándum de entendimiento (MOU), con el fin de acordar aspectos relacionados con el intercambio de información, consultas y cooperación, así como eventuales necesidades de coordinación de supervisión, los tres países miembros (Chile, Colombia y Perú) se sometieron implícitamente a organizar un sistema local de mejoramiento del flujo de la información, de la transparencia, de la participación de los accionistas en las sociedades emisoras.

Antes de acordar aspectos homogéneos de intercambio de información, se debe velar por que la información que debe ser intercambiada sea veraz y completa. Por otro lado, para desembocar en un sistema de supervisión o control que sea eficaz se debe contar primero con un sistema que funcione bien a nivel local.

Los emisores colombianos, entre los cuales los principales son Ecopetrol, la Bolsa de Valores de Colombia y Enka de Colombia S.A., deben tener claro que de la estricta observancia de sus normas de gobierno societario depende el éxito de una buena integración dentro del mercado macro, pues esta también debe reposar sobre bases firmes en materia de buen gobierno. La apuesta es alta, porque la integración permite a los emisores tener acceso a un mercado más amplio. Los emisores colombianos contarán con una demanda más amplia para su financiamiento al captar el interés de un mayor número de inversionistas. Inversamente, la integración les permite a los inversionistas mayores alternativas de instrumentos financieros y ampliar las posibilidades de diversificación de los portafolios. Una vez más, el equilibrio del mercado se obtiene gracias a la confianza de los inversionistas en la capacidad de los emisores con

respecto al buen manejo de su capital, y en la conducta ética de estos, orientada a privilegiar el interés general sin favorecer intereses individualistas.

Los inversionistas requieren tener acceso a una información completa y veraz que les permita tomar decisiones ilustradas. De igual manera, necesitan tener plena información de la oferta pública de valores.

Dentro de los grandes retos del MILA está la definición del mecanismo de acceso a los valores del mercado integrado y a la información relevante de cada mercado: para efectuar una "oferta pública" de valores, la regulación de los tres países exige que el valor se encuentre inscrito en el registro público del mercado de valores (RPMV)[55], que en Colombia es el Sistema Integral de Información del Mercado de Valores (SIMEV).

El buen manejo de la información relevante, uno de los pilares del buen gobierno societario, debe ser seriamente fortalecido y aplicado a nivel local si se pretende hacer uso de ese tipo de información en el mercado integrado. En materia de cuentas de depósitos, por ejemplo, debe existir un suministro de información del titular final a las autoridades y al emisor. Para la implementación del MILA existe la obligación a cargo de las bolsas de garantizar el acceso a la información relevante de cada mercado a través de sus páginas web (www.smv.gob.pe, www.bolsadesantiago.com, www.superfinanciera.gov.co)[56]. Esto permite por el momento mantener una igualdad de condiciones de acceso a la información por parte de los inversionistas. Cabría la posibilidad de reflexionar, hacia el futuro, sobre la eficacia que traería la implementación de un registro integrado de información.

Para Magaly Martínez, gerente de CAVALI[57] en Lima, otro gran reto del MILA es el relativo a la representación para el ejercicio de los derechos políticos y económicos de los inversionistas extranjeros en el mercado local: en el caso peruano, debido a la exigencia del Registro Reflejo Informativo (RRI)[58] y

---

55 MAGALY MARTÍNEZ, Gerente Legal CAVALI, Lima (Perú). Videoconferencia, Centro de Estudios del Mercado de Valores, CEMAV. "El mercado integrado latinoamericano: su proceso de constitución y sus principales retos jurídicos", dirigida por Mauricio Baquero Herrera, del Observatorio de Derecho Financiero y del Mercado de Valores, Universidad Externado de Colombia, Hotel El Poblado Plaza Medellín, 13 de septiembre 2011.

56 Ibíd.

57 Depósito Centralizado de Valores de Perú.

58 Perú exige el desglose de las cuentas ómnibus en cuentas individualizadas llamadas "registro reflejo informativo" (RRI), para determinar quién es el titular de cada valor adquirido internacionalmente y custodiado por el CAVALI.

el no reconocimiento de las centrales de depósito de valores extranjeras como titulares finales de los valores inscritos en las cuentas agregadas, en Perú es necesario que quien ejerce el derecho de voto directamente sea el titular final inscrito en el registro de la central extranjera)[59]. Por ello, se debe prever en Perú un sistema de representación (poder otorgado directamente por el titular final a CAVALI) y canalización de los derechos de voto, para permitirles a los inversionistas extranjeros ejercer los derechos inherentes a la calidad de accionistas. En Chile se presenta algo similar. El caso reciente de la compañía La Polar[60] es emblemático de la problemática existente en materia del ejercicio de los derechos ligados a las acciones, que en derecho societario son básicamente el derecho a voto en las asambleas generales de accionistas. En el caso concreto, los accionistas institucionales, como administradores de fondos de pensiones, bancos y compañías de seguros, no pudieron ejercer su derecho a voto por estar sus acciones englobadas en cuentas ómnibus a nombre de un titular final, único capacitado para votar en asamblea. Este tipo de figuras debe ser revaluado si se quiere que existan empresas fiables y sólidas en las cuales los inversionistas quieran invertir, sin verse un día desprovistos de sus derechos políticos que ejercen en la asamblea general, que es principalmente la ocasión en que su derecho a la información se materializa (las sociedades emisoras deben suministrar información tanto al público en general como a los accionistas, grandes o pequeños). Para evitar esto, la ley francesa, en su código monetario y financiero, dispone que las sociedades de gestión de activos están obligadas a ejercer los derechos de voto atados a los títulos de organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OCPVM) que gerencian, a rendir cuentas a los

---

59 Ibíd.

60 La Polar es una multitienda que otorgaba crédito a sus clientes a través de tarjetas de crédito emitidas por ella misma. La elevada cartera la condujo a tener problemas financieros graves. "[E] fraude de La Polar consistió en aumentar el valor de la empresa de manera ficticia al inflar el rubro de las cuentas por cobrar adulterando los balances y contabilizando como deuda vigente la morosidad de más de 418 mil clientes a quienes se les realizaron repactaciones de manera unilateral, sin su consentimiento y sin siquiera informarles. Por la vía de este artificio hubo una 'valorización' artificial de la multi-tienda cercana a los mil millones de dólares. Los ejecutivos que poseían paquetes de acciones las vendieron para sacar provecho personal de la bonanza ficticia, en perjuicio de los accionistas que ahora poseen unos títulos cuyo valor real se sinceró en alrededor del 10% del valor inflado. La Polar también tiene presencia en Argentina, Colombia y Perú". Barraza, Fernando, Informativo Resumen, martes 28 de junio de 2011, disponible en: http://www.rsumen.cl/index.php?option=com_content&view=article&id=4084:chile-sa-estafa-de-la-polar-desnuda-modelo-neoliberal-&catid=8:nacional&Itemid=52

accionistas de esos organismos sobre sus prácticas en la materia, y en especial a explicarles el motivo de su eventual abstención (art. L 533-22 mod. Ord. de 12 de abril de 2007)[61]. Para ejercer el derecho al voto, los titulares de acciones al portador deben demostrar su calidad de accionistas mediante un certificado emitido por la sociedad intermediaria.

Esto nos lleva, por otro lado, a reflexionar también sobre la composición de las juntas directivas de las grandes compañías emisoras, las cuales deben contar, como ocurre en todas las sociedades anónimas, con administradores independientes orientados fundamentalmente a velar por que se favorezca el interés general de la compañía sin entrar en conflicto de intereses; y también deben considerar a todos los accionistas, grandes o pequeños, como iguales en sus derechos en virtud del derecho a la igualdad del accionista. La junta directiva y los administradores que la componen deben rendir cuentas de sus actos al máximo órgano social, que es la asamblea general, y eso es así tanto en las sociedades anónimas que no captan ahorro del público como en las que sí lo hacen y lo colocan en la bolsa de valores a través de la emisión de títulos. Por otra parte, una de las cosas que se debate y se decide en la asamblea general es precisamente el nombramiento o la revocación de los miembros de la junta directiva y la fijación del monto global de su remuneración, de manera que habría que preguntarse si en definitiva los accionistas no deciden ellos mismos el gobierno que los desfavorece. Y como es así, las reglas de gobierno corporativo existen precisamente para devolverle ese poder al accionista, que en la práctica se ve sometido a las decisiones arbitrarias de los detentadores del poder en las grandes sociedades anónimas emisoras.

Finalmente, se debe velar por una correcta elaboración y aprobación de reglamentos internos que incorporen de manera homogénea en los tres países miembros las normas de conducta ética y transparente necesarias para la buena marcha de los negocios y del mercado integrado.

Todo esto debe estar implementado en normas emitidas por cada jurisdicción a cargo de las superintendencias. Esas normas deben prever, entre

61 Art. L533-22 Código Monetario y Financiero francés: "*Les sociétés de gestion de portefeuille exercent les droits attachés aux titres détenus par les organismes de placement collectif en valeurs mobilières qu'elles gèrent dans l'intérêt exclusif des actionnaires ou des porteurs de parts de ces organismes de placement collectif en valeurs mobilières et rendent compte de leurs pratiques en matière d'exercice des droits de vote dans des conditions fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers. En particulier, lorsqu'elles n'exercent pas ces droits de vote, elles expliquent leurs motifs aux porteurs de parts ou actionnaires des organismes de placement collectif en valeurs mobilières*".

otras cosas, los requisitos de información, valoración y contabilización de los valores extranjeros (VE), la coordinación para la supervisión (elaboración de un protocolo de supervisión del mercado integrado) y las reglas de intercambio de información y la forma para viabilizar su uso[62].

5.2. RETOS GENERALES A NIVEL INSTITUCIONAL

Cuando observamos cómo se compone el MILA a nivel institucional, pensamos en una gran compañía que debe respetar sus propias normas de gobierno societario para mantener un funcionamiento ético y transparente. En efecto, el esquema de gobierno del MILA cuenta con un comité ejecutivo a la cabeza, debajo del cual figuran una secretaría y tres subcomités: operativo, tecnológico, comercial y de mercadeo. Debajo de esos subcomités se encuentra el coordinador de cada entidad, quien está en directa relación con ellos. Las normas de conducta esperadas a nivel macro no difieren en el fondo de las que naturalmente deben incorporarse en el manejo de las entidades locales.

La información, la transparencia, la rectitud en el obrar dentro de cada entidad y frente a la institución que le da forma al mercado integrado, el privilegio del interés superior que no debe ser oscurecido por intereses partidistas o individualistas, son todas emanaciones de las normas de conducta contenidas en el gobierno societario. La ética en los comportamientos es ahora, más que nunca, una herramienta fundamental de integración en el mundo globalizado.

CONSTANTES EN MATERIA DE GOBIERNO SOCIETARIO

Tanto a nivel doméstico como en el mercado integrado, la transparencia y la información aparecen como nociones constantes de gobierno societario. No vamos a volver aquí sobre esas nociones ya ampliamente tratadas arriba. Solo insistiremos en la importancia que reviste la transparencia en el mercado de valores. Del latín *trans*, que significa "más allá de", y *parens*, que significa "apareciendo", esa calidad es la única que asegura la igualdad entre los operadores, de tal manera que sin transparencia el mercado de valores estaría falseado, alterado, deformado y sin sentido.

Finalmente, sin una buena información no habría transparencia. Es la razón por la cual los dos principios de gobierno societario están siempre juntos: el

62 Ibíd.

uno (la transparencia) no puede ser sin el otro (la información). Y los actores del MILA deben tener siempre presentes esas dos constantes, pues el MILA debe reposar sobre esos dos valores de gobierno societario si pretende garantizar la perennidad de sus objetivos e intenta dar una razón de ser a su existencia.

Conclusión

El MILA no ha de perder de vista ni el flujo de la información relevante, que debe garantizar una igualdad entre los inversionistas respecto de las condiciones de acceso a la información, ni la transparencia del mercado bursátil, generadora de confianza. Estos dos serían los pilares fundamentales de la construcción de un mercado integrado efectivo y eficaz.

Resumen

De la buena observancia de las normas de gobierno societario por parte de los emisores de los países integrantes del MILA depende en gran medida el éxito de una buena integración. El equilibrio del mercado se obtiene gracias a la confianza de los inversionistas en la capacidad de los emisores para manejar su capital con transparencia, velando siempre por privilegiar el interés general sobre intereses particulares que harían opaca la conducta de estos y atentarían contra el deber de observar siempre una conducta ética. El buen manejo de la información relevante, el ejercicio de los derechos políticos y económicos de los inversionistas, la composición de las juntas directivas de los emisores, son temas que se deben desarrollar dentro de la integración.

Preguntas de repaso

- ¿Cuáles serían las bases de gobierno societario que deben ser estrictamente observadas en el MILA?
- ¿Por qué el respeto de ciertos pilares de gobierno societario es importante en el MILA?

REFERENCIAS

BAQUERO HERRERA, MAURICIO. "El gobierno societario y de la empresa en Colombia, una herramienta (contractual) o un requisito (normativo)", en *Globalización y derecho mercantil*, Bogotá, Diké, 2008, pp. 127-166.

BARRAZA, FERNANDO. Informativo Resumen, 28 de junio de 2011, disponible en: http://www.rsumen.cl/index.php?option=com_content&view=article&id=4084:chile-sa-estafa-de-la-polar-desnuda-modelo-neoliberal-&catid=8:nacional&Itemid=52

BCBS, Auditoría externa de bancos, 2014, disponible en: www.bis.org/publ/bcbs280_es.pdf

BISARRA, PHILIPPE. "Les véritables enjeux du débat sur le gouvernement d'entreprise", *Revue des Sociétés*, enero-marzo 1998, pp. 5-20.

CA París, Primera Sala, 1.° de abril de 2003, Rec. Dalloz 2004, somm., comm. p. 1801, obs. Thomasset-Pierre, p. 1802 obs. Reinhardt.

CHARREAUX, GÉRARD y DESBRIERES, PHILIPPE. "Gouvernement des entreprises: valeur partenariale contre valeur actionnariale", en CHARREAUX, GÉRARD y WIRTZ, PETER, *Gouvernance des entreprises, nouvelles perspectives*, Paris, Economica Recherche en Gestion, 2006, pp. 24-46.

Código Afep-Medef.

Código Monetario y Financiero francés.

Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. "Orientaciones-Principios de gobierno corporativo para bancos", Banco de Pagos Internacionales, julio de 2015, disponible en: www.bis.org

Control interno – Informe COSO, disponible en: http://www.asofis.org.mx/mejores_practicas/COSO.pdf

CÓRDOBA ACOSTA, PABLO ANDRÉS. "El gobierno de la sociedad anónima inscrita en la Ley 964 de 2005", en *Cinco años de la Ley 964 de 2005 ¿se están cumpliendo los objetivos?*, Universidad Externado de Colombia, 2011.

Depósito Centralizado de Valores de Perú.

GUYON, YVES. "Actionnaires et consommateurs", en Études *de droit de la consommation. Liber amicorum Jean Calais-Auloi*, Paris, Dalloz 2004, pp. 481-493.

HYAFIL. *Corporate governance: une synthèse de la littérature*, Cah. de Recherche groupe HEC, n.° 606, 1997.

Jurisclasseur commercial, fasc. 1350, n.° 68, por Jean-Marc Moulin (profesor de la universidad de Caen).

Larrousse Sélection, V. 3, 1987.

Ley francesa NRE (Nuevas Regulaciones Económicas, de 15 de mayo de 2001).

MARTÍNEZ, MAGALY. Gerente Legal CAVALI, Lima – Perú. Video conferencia, Centro de Estudios del Mercado de Valores – CEMAV, "El mercado integrado latinoamericano".

Federación Latinoamericana de Bancos – Felaban, *Prácticas de buen gobierno corporativo en el sector financiero latinoamericano*, disponible en: http://www.felaban.com/pdf/buen_gobierno.pdf

MERLE, PHILIPPE. *Droit commercial, Sociétés commerciales*, Précis Dalloz, 12.ª ed., París, 2008.

Principios de gobierno corporativo de la OECD, 2004, disponible en: http://www.oecd.org/dataoecd/47/25/37191543.pdf

REYES VILLAMIZAR, FRANCISCO. *Derecho societario*, 2.ª ed., t. I, Bogotá, Temis, 2006.

SMITH, A. *Una investigación sobre la naturaleza y causas de la riqueza de las naciones*, 1776.

JUAN CARLOS VARÓN PALOMINO*

Los deberes secundarios de información contractual y la buena fe como mecanismos de protección al consumidor de productos y servicios financieros y del mercado de valores en Colombia

INTRODUCCIÓN

El objeto de este documento es abordar el deber secundario de información contractual, derivado del principio de la buena fe en materia negocial, y su aplicación como herramienta de protección al consumidor financiero en el campo de los productos y servicios financieros y del mercado de valores en Colombia[1], teniendo en cuenta la regulación expedida en materia de suministro de información al consumidor financiero, actualmente dispersa en múltiples disposiciones legales y reglamentarias, y presentar y comentar dicha regulación en función de sus fuentes, orientación, contenido, alcance, problemas y perspectivas.

Para el efecto, se desarrollan los siguientes contenidos: el principio de la buena fe objetiva en los contratos de derecho privado (1); el deber secundario de información como manifestación del principio de la buena fe objetiva (2), el deber de información en el régimen de protección al consumidor financiero (3), y las conclusiones que se derivan de lo expuesto.

1. EL PRINCIPIO DE LA BUENA FE OBJETIVA EN LOS CONTRATOS DE DERECHO PRIVADO

El contrato es, ante todo, un acto de confianza y colaboración entre las partes (*bona fides*), y quien lo celebra espera que su contraparte cumpla lo acordado, y está legitimado para actuar a partir de esa expectativa[2].

Universalmente, desde tiempos inmemoriales, el derecho protege la confianza, como pilar fundamental de todo acto y negocio jurídico, y desarrolla diversos instrumentos para el efecto.

En Colombia, la Constitución Política de 1991 dispone que las actuaciones de los particulares y de las autoridades públicas deberán ceñirse a los postulados

---

* Abogado y especialista en Derecho Comercial, Universidad de los Andes. Máster en Leyes (LL.M.), Harvard Law School. Profesor titular de la Facultad de Derecho de la Universidad de los Andes, donde ha sido decano encargado, director de la especialización en Legislación Financiera, y actualmente es director de la maestría en Derecho Privado. Socio fundador de la firma de abogados Silva, Varón & Asociados S.A. Árbitro del Centro de Arbitraje y Conciliación de la Cámara de Comercio de Bogotá.

1 En este trabajo no se trata la información al consumidor financiero en materia de productos y servicios de seguros, capitalización, ahorro pensional y de cesantía.

2 PÁJARO MORENO, NICOLÁS. "El contrato y sus principios orientadores", en *Derecho de las obligaciones*, t. 1, Bogotá, Universidad de los Andes y Temis, 2009, p. 360 y 361.

de la buena fe, la cual se presumirá en todas las gestiones que aquellos adelanten ante estas[3].

Mucho antes, el legislador ya había consagrado el principio de la buena fe en los campos civil y mercantil, como uno de los postulados o principios rectores en materia de obligaciones y contratos.

Al respecto, la ley civil dispone: "Los contratos deben ejecutarse de buena fe, y por consiguiente obligan no sólo a lo que en ellos se expresa, sino a todas las cosas que emanan precisamente de la naturaleza de la obligación, o que por la ley pertenecen a ella"[4].

Por su parte, el estatuto mercantil, de manera más amplia, establece el deber de las partes de actuar de buena fe, tanto en la etapa precontractual ("Las partes deberán proceder de buena fe exenta de culpa en el período precontractual, so pena de indemnizar los perjuicios que se causen"[5]) como en la celebración y ejecución del contrato ("Los contratos deberán celebrarse y ejecutarse de buena fe y, en consecuencia, obligarán no sólo a lo pactado expresamente en ellos, sino a todo lo que corresponda a la naturaleza de los mismos, según la ley, la costumbre o la equidad natural"[6]).

Sobre la buena fe en el ordenamiento colombiano, y su importancia en las relaciones negociales, existen numerosos pronunciamientos jurisprudenciales, entre los cuales traemos aquí uno de la Corte Constitucional, recogido en la sentencia T-537 del 6 de agosto de 2009, M.P.: Humberto Antonio Sierra Porto, donde se señaló:

> En el ordenamiento colombiano el principio de buena fe resulta un elemento connatural al sistema jurídico, consagrado expresamente por el artículo 83 de la Constitución de 1991. Dicho principio aporta un contenido de naturaleza ética y de rango constitucional a las relaciones de los particulares entre sí, y de estos con las autoridades públicas. Adicionalmente debe resaltarse que el principio de buena fe fue concebido por el constituyente como un mecanismo para buscar la protección de los derechos, los que tendrán menos amenazas si en las actuaciones que se surtan ante las autoridades, o en la interpretación de las relaciones negociales entre particulares y administración, o en el entendimiento de las relaciones entre

---

3 Constitución Política, art. 83.

4 Código Civil, art. 1603.

5 Código de Comercio, art. 863.

6 Ibíd., art. 871.

> particulares se toma la buena fe como un elemento fundacional de las mismas y de ella se derivan contenidos de solidaridad, probidad, honestidad y lealtad.

Debido a su carácter de elemento fundamental del tráfico jurídico, el principio de buena fe es aplicado en un sinnúmero de situaciones entre las que se cuentan las relaciones contractuales, sean estas entre particulares solamente o entre particulares y la administración. Lo que importa resaltar ahora es que, en el caso de relaciones de tipo contractual, el principio de buena fe se presenta en todas las etapas de la relación, razón por la cual, cuando el juez evalúa el desarrollo de un contrato, el principio de buena fe debe ser presupuesto integral de dicha evaluación; en este sentido manifestó la Corte Suprema de Justicia:

> ... de igual modo, particularmente por su inescindible conexidad con el asunto específico sometido al escrutinio de la Corte, importa subrayar que el instituto de la buena fe, en lo que atañe al campo negocial, incluido el seguro, es plurifásico, comoquiera que se proyecta a lo largo de las diferentes fases que, articuladas, conforman el plexo contractual –en sentido amplio: la atinente a la formación del negocio jurídico, *lato sensu* (fase formativa o genética), la relativa a su celebración (fase de concreción o de perfeccionamiento) y la referente a su desenvolvimiento, una vez perfeccionado (fase ejecutiva, de consumación o post-contractual). Desde esta perspectiva, un sector de la moderna doctrina concibe al contrato como un típico "proceso", integrado por varias etapas que, a su turno, admiten sendas subdivisiones, en las que también se enseñorea el postulado de la buena fe, de amplia proyección.
>
> De allí que la buena fe no se pueda fragmentar, en orden a circunscribirla tan solo a un segmento o aparte de una fase, por vía de ejemplo: la precontractual –o parte de la precontractual–, ya que es necesario, como corresponde, auscultarla *in globo*, según se indicó, valorando las diversas oportunidad que los interesados tuvieron para actuar con lealtad, corrección (*correttezza*) y diligencia, según sea el caso".

El contenido del principio de buena fe es tan variado como las situaciones en que se concreta o en que sirve como parámetro interpretativo de otras disposiciones, sean éstas las generales o las propias de cada contrato. Sin embargo esto no significa que su contenido sea gaseoso y se evapore dejando al juez sólo con un elemento de naturaleza moral abstracta de poca utilidad o de gran subjetividad al momento de decidir en los casos concretos. Al igual que los demás principios constitucionales, y más los que son precisados en disposiciones legales específicas, el contenido del principio de buena fe se debe concretar en aspectos que limiten

la amplitud con que las partes y el juez lo deben valorar; en este sentido puede decirse que de este principio se derivan deberes propios del tráfico negocial en la sociedad de un Estado que, como el previsto en la Constitución de 1991, resalta los valores de inclusión, pluralismo y solidaridad entre sus habitantes. De esta forma entiende esta Sala de Revisión que, aplicado a una relación negocial, el principio de buena fe involucra deberes de honestidad, claridad, equilibrio, reciprocidad y consideración de los intereses de la contraparte, entre otros. Sin embargo, debe así mismo resaltarse que la aplicación de las reglas que derivan del principio de buena fe no puede hacerse de una manera mecánica, sino que serán los elementos propios de cada situación, la actitud de las partes en ejecución del contrato, las cláusulas específicas por éstas acordadas, etc. las que determinen la interpretación que el juez haga del principio de buena fe en cada específica situación.

En este sentido, la aplicación del principio de buena fe no significa la quiebra de la seguridad jurídica que debe regir las relaciones entre particulares, ni el reemplazo de las cláusulas contractuales y las disposiciones legales por pareceres subjetivos del juez al momento de resolver las controversias contractuales. El juez debe siempre tener como fundamento de su fallo las disposiciones jurídicas relativas al caso; el principio de buena fe no puede reemplazar el derecho aplicable, aunque sí debe ser una guía en la lectura, interpretación y aplicación del mismo, puesto que los deberes de lealtad, claridad, equilibrio, solidaridad y colaboración, entre otros, están implícitos en cualquier relación contractual –aunque con un contenido específico de acuerdo a la naturaleza de la misma–, de manera que aunque las partes no los mencionen en las cláusulas contractuales, sus actuaciones deben realizarse y ser valoradas teniendo en cuenta dichos postulados. En otras palabras, el principio de buena fe obliga a que las partes, además de cumplir lo estipulado en el contrato y exigido expresamente por el ordenamiento, asuman comportamientos que honren los deberes que se deriven de la naturaleza de la obligación contractual y de la finalidad por ellas buscada al realizar el contrato, lo cual puede conducir a un resultado diferente del obtenido de una interpretación literal simplista y superficial, pero que, sin duda alguna, será acorde con los postulados de un Estado social de derecho inspirado en principios de justicia material y privilegio de lo sustancial sobre lo formal.

En estos términos, la jurisprudencia ha puesto de presente la trascendencia de la buena fe en el tráfico jurídico en general y en la materia negocial en particular, y su carácter comprensivo, transversal e inescindible, con presencia en todas las fases o etapas del negocio jurídico, esto es, desde la etapa precontractual, pasando por la celebración y ejecución del mismo, hasta su terminación y

liquidación cuando a ella hay lugar, generando para las partes cargas de solidaridad, probidad, honestidad y lealtad.

Posteriormente, en la sentencia T-956 de 2011, M.P.: Jorge Iván Palacio Palacio, la Corte Constitucional se refirió al postulado de la buena fe consagrado en el artículo 83 CP, en su dimensión de confianza legítima, que previene a las autoridades y a los particulares que en sus actuaciones "deben adecuar su comportamiento a parámetros significativos de lealtad y honestidad y tienen que responder a las expectativas que sus actuaciones precedentes han generado en los demás", y que deben "mantener una coherencia en sus actuaciones, un respeto por los compromisos a los que se han obligado y una garantía de estabilidad y durabilidad de la situación que objetivamente permita esperar el cumplimiento de las reglas propias del tráfico jurídico".

Así, pues, conforme al principio de la buena fe, en su concepción objetiva, quien interviene en la negociación, celebración y ejecución de un contrato debe obrar con corrección y lealtad, según la máxima latina *constantia et veritas*, aportando la buena voluntad y colaboración necesarias para que se realice la finalidad perseguida mediante el negocio de que se trate, atendiendo para el efecto a aquello que según su posición y teniendo en cuenta todos los intereses involucrados en su acción (y no solo los suyos) sabe o debe saber[7].

La buena fe objetiva negocial cumple distintas funciones, en especial las de integración del contrato, limitación de conductas de mala fe, y lealtad y corrección de las partes.

En la función integradora del contrato, la buena fe objetiva constituye un mecanismo amplificador de las obligaciones de las partes, por manera que ellas no están obligadas solo a lo pactado expresamente, sino también a todo aquello que corresponda a la naturaleza del negocio, conforme al régimen aplicable según se trate de un negocio civil o comercial.

La función limitadora de la buena fe se concreta en la prohibición de conductas de mala fe en las distintas fases del proceso contractual. Expresión clara de esta función es la doctrina de los actos propios, bajo la máxima latina *venire contra factum proprium non valet*, según la cual las partes deben ser coherentes en la conducta que despliegan durante la vida del contrato celebrado, asegurando así la fuerza vinculante del acuerdo dirigida a preservar la finalidad del negocio[8].

---

7 Pájaro Moreno, ob. cit., p. 363.
8 Neme Villarreal, Martha Lucía. "'*Venire contra factum proprium*'. Prohibición de obrar

La función de lealtad y corrección de la buena fe objetiva exige a los contratantes considerar no solo los propios intereses sino también los de su contraparte, en la negociación, celebración y ejecución del contrato, y actuar de manera leal y honrada.

2. EL DEBER SECUNDARIO DE INFORMACIÓN COMO MANIFESTACIÓN DEL PRINCIPIO DE LA BUENA FE OBJETIVA

Los llamados "deberes secundarios", desarrollados por la jurisprudencia y la doctrina, derivan de la función integradora del contrato, propia de la buena fe objetiva, fuente de obligaciones, e incluyen, entre otros, los deberes de investigación, de claridad, de exactitud, de secreto o reserva, y el que es objeto central de este trabajo, el deber de información.

En virtud del deber secundario de información, las partes deben manifestarse mutuamente las circunstancias que se entiendan importantes para la celebración del contrato[9], así como para su ejecución, terminación y liquidación.

A la luz de la teoría clásica, el contrato debe ser el producto del consentimiento informado de las partes, quienes en consecuencia deben poder conocer y evaluar previamente el objeto del contrato, las prestaciones específicas que cada parte asumiría, los costos, riesgos y beneficios inherentes al negocio, y los demás aspectos que resulten importantes, en orden a lo cual, además de la información obtenida mediante la propia investigación que a cada una le corresponde adelantar, se requiere que la otra parte revele de manera oportuna, clara y exacta la información relevante en su poder.

contra los actos propios y protección de la confianza legítima", en *Estudios de derecho civil. Obligaciones y contratos. Homenaje a Fernando Hinestrosa, 40 años de Rectoría 1963-2003*, t. III, Bogotá, Universidad Externado de Colombia, p. 28. En relación con la doctrina de los actos propios véanse, entre otras, las sentencias de la Corte Constitucional T-475 de 1992, M.P.: Eduardo Cifuentes Muñoz, y T-947 de 2000, M.P.: Alejandro Martínez Caballero. En materia arbitral, véase el laudo de 26 de julio de 2013, proferido en el proceso de Estrategias en Valores S.A. y otro, contra Cóndor S.A. Compañía de Seguros Generales, árbitro único: Luis Hernando Gallo Medina.

9 Albán, Jorge. "Tratos preliminares y responsabilidad precontractual", en *Tendencias de la responsabilidad civil en el siglo XXI*, Bogotá, Pontificia Universidad Javeriana y Jurídica Dike, 2009, p. 199.

Al respecto, ha señalado la Corte Suprema de Justicia, en sentencia de 4 de abril de 2001, M.P.: Jorge Antonio Castillo Rugeles[10]:

> ... dentro de los deberes de corrección y lealtad que se exigen a toda persona que emprenda tratos negociales, se encuentra el que atañe con las informaciones o declaraciones que está llamado a suministrar, cuando a ellas hay lugar, en relación con el objeto, circunstancias o particularidades del acuerdo en camino de consumación, y cuya importancia, si bien variable, resulta substancial para efectos de desembarazar el consentimiento del destinatario de artificios o vicios que lo afecten.

Así pues, como lo anota otro autorizado sector de la doctrina:

> Lo cierto es que se trata de un deber fundado en una regla accesoria de conducta cuyo contenido consiste en cooperar, desde la etapa de los tratos preliminares, con quien se halla disminuido con respecto a la persona que dispone de la información, y que puede consistir en una prestación de carácter positivo, concretamente en la obligación de suministrar información el que la conoce y quien, por ende, es consciente de la relevancia que para su interlocutor ella podría tener en el plano de la formación de su consentimiento; o puede asumir un carácter negativo, en la medida en que el deudor de esa prestación debe abstenerse de mentir o de hacer manifestaciones sin tener certeza de lo que informa[11].

El incumplimiento del deber secundario de información en la etapa precontractual da a la parte afectada acción para reclamar a la parte incumplida la indemnización de perjuicios que por tal circunstancia le sean irrogados.

Luego de celebrado el contrato y durante su ejecución, cada parte debe asimismo informar a su contraparte de manera oportuna sobre las circunstancias que resulten significativas para los propósitos del cumplimiento de las correspondientes prestaciones, y los obstáculos y dificultades que puedan afectar el desarrollo del negocio. La inobservancia del deber secundario de información en la etapa de ejecución del contrato puede ser fuente de

10 Citada por Oviedo Albán, ob. cit., p. 200.

11 Munar Cadena, Pedro Octavio. "Formación del contrato", en *Derecho de las obligaciones*, cit., t. I, p. 381.

responsabilidad contractual para la parte incumplida, si con ello se causan perjuicios a su cocontratante.

Incluso después de la terminación del negocio jurídico, las partes deben darse recíprocamente la información que sea necesaria, por ejemplo, para el desarrollo y seguimiento de la liquidación del contrato cuando a ello haya lugar según su naturaleza.

Por consiguiente, el no suministro de la información conocida, que sea relevante para que la contraparte evalúe oportunamente los aspectos relevantes del contrato propuesto, según la fase del proceso contractual considerada, puede comprometer la responsabilidad civil de la parte que injustificadamente incurre en esa conducta omisiva, por la inobservancia del deber secundario de información, con las consecuencias que ello apareja en cuanto al alcance de la responsabilidad del deudor por los perjuicios causados al acreedor[12], así como en lo relacionado con la posibilidad de invocar la *exceptio non adimpleti contractus*[13].

En relación con la conducta de quien se aparta del deber de obrar de buena fe, la Corte Suprema de Justicia en sentencia de 23 de junio de 1958 estableció:

> En general, obra de mala fe quien pretende obtener ventajas o beneficios sin una suficiente dosis de probidad o pulcritud; vale decir, si se pretende obtener algo no autorizado por la buena costumbre. Desde luego, toda persona trata de obtener ventajas en sus transacciones. Pero quien pretende obtener tales ventajas obrando en sentido contrario a la buena costumbre, actúa de mala fe. El hombre de buena fe trata de obtener ventajas, pero éstas se encuentran autorizadas por la buena costumbre[14].

12 Conforme al artículo 1616 CC, cuando al deudor le es imputable dolo –lo cual ocurre, entre otros casos, cuando injustificadamente incumple los deberes secundarios que surgen del principio de la buena fe–, es responsable de todos los perjuicios que fueron consecuencia inmediata o directa de no haberse cumplido la obligación o de haberse demorado su cumplimiento.

13 La buena fe es la base de la *exceptio non adimpleti contractus*, consagrada en el artículo 1609 CC, pues quien no cumple sus obligaciones no puede exigir que su contraparte sí cumpla las suyas.

14 Corte Suprema de Justicia, Sala de Casación Civil. Sentencia de 23 de junio de 1958, citada en sentencia del Tribunal Superior de Distrito Judicial, Sala Civil, de 23 de julio de 2004, M.P. María Teresa Plazas Alvarado.

3. EL DEBER DE INFORMACIÓN EN EL RÉGIMEN DE PROTECCIÓN AL CONSUMIDOR FINANCIERO

3.1. ASPECTOS GENERALES

Colombia cuenta con un régimen legal de protección al consumidor financiero, contenido, principalmente[15], en las leyes 1328 de 2009, por la cual se dictan normas en materia financiera, de seguros, del mercado de valores y otras disposiciones, y 1480 de 2011, por medio de la cual se expide el estatuto del consumidor y se dictan otras disposiciones, sus disposiciones reglamentarias, el Decreto Único 2555 de 2010, y los instructivos que en la materia expide la Superintendencia Financiera de Colombia, como autoridad especializada y responsable de velar por el cumplimiento de esta normatividad[16]. Tratándose de productos y servicios del mercado de valores, aplican además las disposiciones especiales de protección a los inversionistas, contenidas en la Ley 964 de 2005 y sus reglamentaciones y modificaciones, así como las expedidas por el Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia y la Bolsa de Valores de Colombia.

Dicho régimen ordena las relaciones de consumo entre las entidades financieras, aseguradoras y del mercado de valores, y sus consumidores, las cuales se enmarcan en el modelo de contratación estandarizada, asociado a los procesos de producción, comercialización, distribución y consumo masivo de bienes y servicios, bajo el cual la empresa establece unilateralmente los términos y las condiciones generales aplicables en sus relaciones negociales con los consumidores, que se plasman en formularios contractuales predispuestos y homogéneos, y el consumidor se limita a decidir si los acepta o no, y cuando lo hace nace un contrato denominado "de adhesión".

En nuestro medio el consumidor financiero se define legalmente como todo cliente, usuario o cliente potencial de las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia[17]. En consecuencia, todos los clientes,

15 Además de las leyes aquí mencionadas, otras regulaciones incorporan reglas particulares de protección a los consumidores financieros, en ciertos productos financieros, como, por ejemplo: créditos hipotecarios de vivienda (Ley 546 de 1999) y leasing habitacional.

16 En adición a las normas aquí citadas se han expedido otras que complementan o desarrollan aspectos específicos del régimen de protección al consumidor financiero, como la Ley 1555 de 2012, la Ley 1748 de 2014, la Ley 1793 de 2016 y la Ley 1836 de 2017.

17 Ley 1328 de 2009, art. 2, lit. d.

usuarios o clientes potenciales de las entidades financieras y de las entidades del mercado de valores se consideran "consumidores financieros" y como tales se encuentran cobijados por el mencionado régimen de protección.

La ley define también los productos y servicios de las entidades vigiladas, así:

> Se entiende por productos las operaciones legalmente autorizadas que se instrumentan en un contrato celebrado con el cliente o que tienen origen en la ley. Se entiende por servicios aquellas actividades conexas al desarrollo de las correspondientes operaciones y que se suministran a los consumidores financieros[18].

La normatividad de protección en comento aplica entonces a todas las relaciones negociales entre las entidades vigiladas y los consumidores financieros, que tienen por objeto el desarrollo de las operaciones autorizadas a aquellas y los servicios conexos a tales operaciones.

Uno de los principios orientadores de las relaciones entre los consumidores financieros y las entidades vigiladas es el de transparencia e información cierta, suficiente y oportuna, según el cual dichas entidades deben suministrar a los consumidores financieros información cierta, suficiente, clara y oportuna, que les permita conocer adecuadamente sus derechos, obligaciones y los costos en las relaciones que establecen con aquellas[19].

Correlativamente, se establece como uno de los derechos legales del consumidor financiero el de tener a su disposición, en los términos establecidos en la ley y en las demás disposiciones de carácter especial, publicidad e información transparente, clara, veraz, oportuna y verificable, sobre las características propias de los productos o servicios ofrecidos y/o suministrados, que le permita no solo comprenderlos sino también compararlos con otras opciones disponibles en el mercado[20].

---

18 Ibíd., lit. e.

19 Ley 1328 de 2009, art. 3, lit. c. Ya desde antes de la expedición de la Ley 1328 de 2009, el art. 97 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero estableció como una obligación de las entidades vigiladas el proveer información cierta, suficiente, clara y oportuna a los consumidores financieros, de suerte que con ello se facilite la adopción de decisiones informadas y se permita que estos escojan las mejores opciones del mercado de acuerdo con sus necesidades.

20 Ley 1328 de 2009, art. 5, literal b. Correlativamente, las entidades vigiladas deben abstenerse de no suministrar la información razonable o adecuada que a juicio de la Superintendencia Financiera de Colombia deba entregarse al público, a los usuarios o a los clientes de tales entidades, para que estos puedan tomar decisiones debidamente informadas y puedan conocer cabalmente el alcance de sus derechos y obligaciones en las relaciones contractuales que los vinculan o puedan llegar a vincularlos con aquellas (art. 72, lit. f EOSF).

Sin perjuicio del mencionado derecho a la información, el consumidor financiero debe obrar de buena fe frente a los proveedores[21], y tiene la carga de informarse sobre los productos o servicios que piensa adquirir o emplear, indagando sobre las condiciones generales de la operación; es decir, los derechos, obligaciones, costos, exclusiones y restricciones aplicables al producto o servicio, exigiendo las explicaciones verbales y escritas necesarias, precisas y suficientes que le posibiliten la toma de decisiones informadas, como práctica de auto protección[22]. Sin embargo, el no ejercicio de esta y las demás prácticas de protección propia por parte del consumidor financiero no implica la pérdida o desconocimiento de los derechos que le son propios ante las entidades vigiladas, ni exime a estas de las obligaciones especiales de información a su cargo[23].

Además, el consumidor financiero debe suministrar a la entidad vigilada la información que esta requiera para cumplir con la finalidad de conocimiento del cliente potencial, para efectos de su vinculación como cliente, así como la que sea necesaria para mantener una periódica actualización.

Mediante la regulación antes mencionada y la que adelante se reseña, se consagra y desarrolla el deber de información sobre productos y servicios financieros y del mercado de valores, con especial énfasis en la información a ser suministrada por las entidades prestadoras, a los consumidores financieros, régimen que no obsta a la aplicación del deber secundario de información que subsiste en tales negocios jurídicos, con arreglo a los principios y normas generales anotados en los acápites precedentes, como complemento de las normas de derecho positivo vigentes al tiempo de la celebración del contrato, que forman parte del régimen de este sin necesidad de cláusula especial (arts. 8 Ley 153 de 1887 y 1501 CC).

3.2. ASIMETRÍAS DE INFORMACIÓN EN LOS MERCADOS FINANCIERO Y DE VALORES

En el derecho financiero y el derecho del mercado de valores anida una profusa reglamentación de la información que las entidades vigiladas deben suministrar

---

21 Ley 1480 de 2011, art. 3, num. 2.2.

22 Ley 1328 de 2009, art. 6, lit. b.

23 Ibíd., pará. 1°.

a los consumidores financieros, en relación con los productos y servicios que ofrecen, sobre la base de la consideración según la cual la información cierta, suficiente, clara y oportuna facilita la adopción de decisiones informadas y constituye un importante mecanismos de protección para dichos consumidores.

En este aspecto, la regulación financiera y de valores colombiana sigue las tendencias internacionales en materia de protección al consumidor, que otorgan un rol central al suministro de información, por parte de los empresarios proveedores de bienes y servicios, a los consumidores, como medio para cubrir la asimetría de información y de poder que naturalmente existe entre aquellos y estos, de cara a la formación de contratos de adhesión. Sobre este punto, señala Rengifo García:

> 13. Pero precisamente en razón de esa asimetría de poder y de esa asimetría en la información es que el deber de información ha despuntado trascendental en aquellos contratos en donde el desequilibrio de poder contractual es evidente. Se insiste, se debe informar todo aquello que contribuya a fortalecer el consentimiento, y más acendrado será el deber cuando exista una parte débil en la relación jurídica. Una información adecuada y suficiente de parte del oferente de un producto o servicio viene, en cierta medida, a equilibrar la asimetría de información que existe, por ejemplo, entre un productor de un artículo tecnológicamente complejo y sus potenciales compradores o usuarios.
>
> 14. El deber precontractual de información, en medio de un tráfico jurídico de relaciones masivas, anónimas, estandarizadas y de un alto grado de especialidad de los productos y los servicios que se ofrecen, se impone como una obligación primaria y especial en todos aquellos contratos en donde existe asimetría de poder contractual: ventas a distancia, *time share*, fiducia, seguros, suscripción de acciones, contratos financieros, contratos de prestación de servicios médicos, enajenación o licencia de bienes inmateriales y, en fin, contratos con condiciones generales. También, para nadie es un secreto que existen grandes asimetrías en la información de intangibles. Conviene señalar, de todas maneras, que la extensión del contenido del deber de información no es definible en términos abstractos, en cuanto debe ser en concreto graduada con base en las condiciones personales y profesionales de las partes y según la naturaleza y el objeto del contrato[24].

24 Rengifo García, Ernesto. "El deber precontractual de información", disponible en: http://www.garridorengifo.com/bienvenidos/doc/El%20Deber%20Precontractual%20de%20Informacion.pdf

En ese contexto, el deber de informar en la relación de consumo cumple funciones tradicionales y no tradicionales. Bajo las primeras, se caracteriza como mecanismo para que no resulte defraudado el consumidor, y que contribuye a la valoración del contenido contractual en contratos de adhesión. Conforme a las segundas, se trata de un mecanismo que permite una mejor elección y un uso eficiente de los productos y servicios por parte del consumidor, y lo protege en cuanto lo hace conocedor de sus derechos[25].

Con todo, el problema de la asimetría de información reviste connotaciones diferentes según se trate de productos y servicios del mercado financiero o de productos y servicios del mercado de valores, lo que para efectos de una adecuada comprensión hace necesario ahondar en las particularidades relevantes de cada uno de estos mercados.

En el mercado financiero, el consumidor financiero es destinatario de productos y servicios que pueden ser de ahorro –p. ej., depósitos en cuenta corriente, de ahorro, a término, y depósitos electrónicos, cobijados por el seguro de depósitos estatal–, de crédito –préstamos, apertura de crédito, descuento, crédito documentario, avales y garantías– o de otra naturaleza –p. ej., servicios fiduciarios de administración, inmobiliarios, de garantía, entre otros.

Dentro de este ámbito, las asimetrías de información están referidas, principalmente, a las clases y características de los productos y servicios financieros ofrecidos, sus beneficios y sus costos para el consumidor financiero.

En el mercado de valores, el consumidor financiero (inversionista) es destinatario de otra clase de productos y servicios, como son los de inversión –de complejidad y riesgo diferentes–, que jurídicamente tienen la naturaleza de valores, en los términos de la Ley 964 de 2005, y son ofrecidos al público inversionista por los respectivos emisores, en el mercado primario, directamente o con el concurso de intermediarios de valores, o en el mercado secundario, tales como acciones, bonos, papeles comerciales, participaciones en fondos de inversión, fondos de capital privado, titularizaciones y productos estructurados, entre otros, en relación con los cuales la adecuada y oportuna información resulta vital para la toma de decisiones adecuadas de inversión, desinversión o mantenimiento de tenencias en valores.

25 Salgado Ramírez, Catalina. "Consideraciones sobre el deber precontractual de información y su particularidad en la relación de consumo", en *Perspectivas del derecho del consumo*, Bogotá, Universidad Externado de Colombia, 2013, pp. 336 a 340.

En este terreno, el problema de la asimetría de información se configura de otra manera, como lo explica Black a propósito de las emisiones de acciones que se colocan en el mercado de valores, así:

> Una barrera crítica que se interpone entre los emisores de acciones y el público inversionista es la asimetría de información. El valor de las acciones de las compañías depende de sus perspectivas futuras, aunque una importante guía para su determinación es el desempeño empresarial pasado. Tal desempeño así como el panorama futuro son conocidos por los administradores de dicha compañía o las personas que tengan acceso a información relevante sobre ella. Esta información debe ser remitida a los inversionistas con el fin de que estos puedan valorar de manera correcta las acciones de la empresa.
>
> Transmitir información a los inversionistas es una labor fácil, lo difícil es transmitir información creíble. Quienes tienen acceso a la información dentro de la compañía tienden a exagerar el desempeño de esta y sus proyecciones, y los inversionistas no pueden verificar directamente la información provista por tales emisores. Este problema se torna especialmente serio para las compañías pequeñas y para las que ofrecen sus acciones al público por primera vez. En esta clase de firmas los inversionistas no confían en la reputación previa como señal de calidad de la información que proporcionan.
>
> En la jerga económica, los mercados de valores son un claro ejemplo de un "mercado de limones", y, de hecho, son un ejemplo mucho más preciso que el de los automóviles de segunda, utilizado originalmente por George Akerlof en su teoría. Los compradores de automóviles usados pueden observar el vehículo, realizar una prueba de manejo, acordar una inspección mecánica y preguntarles a otras personas sobre su experiencia con vehículos del mismo modelo o marca. En comparación, las acciones de una empresa que sale por primera vez al mercado público de valores son como un auto de segunda imposible de inspeccionar y manufacturado por una empresa desconocida. Los inversionistas obtienen de manera escueta la información escrita brindada por el emisor, la cual no puede ser verificada directamente.
>
> Los inversionistas no pueden saber cuáles son las compañías confiables y cuáles no y, por lo tanto, disminuyen el valor que estarían dispuestos a pagar por las acciones en circulación de todas las compañías en general; este descuento puede asegurar a los inversionistas que van a recibir, en promedio, un precio justo por cualquier acción. Pero consideremos la difícil situación de una compañía seria y honesta, cuyos administradores o accionistas mayoritarios reportaron a los inversionistas información veraz y cuyos administradores no han desviado recursos de la empresa en su propio beneficio. Esta disminución en el valor de las acciones en general implica que estos emisores no recibirán tampoco un precio justo por sus emisiones, con lo que se verán incentivados a acudir a otras formas de financiación. Sin embargo, esta reducción en los precios no desanimará a los emisores deshonestos, porque, después de todo, las acciones que no valen ni el papel en el que están impresas resultan muy baratas de producir[26].

Los estándares internacionales de regulación de los mercados de valores enfatizan el papel de la información como elemento de protección de los inversionistas, en el entendido de que un inversionista informado es un inversionista protegido. En este sentido, IOSCO ha emitido los lineamientos técnicos recogidos en los Objetivos y Principios de Regulación de los Mercado de Valores[27], de los que resaltamos aquí el principio 16, conforme al cual los emisores deben revelar de manera completa, exacta y oportuna sus resultados financieros, riesgos y otra información que sea material para que los inversionistas tomen decisiones. Al respecto, la doctrina internacional pone de relieve el papel de la información en la protección de los inversionistas en el mercado de valores, su finalidad y limitaciones, de la siguiente manera:

> La principal forma de proteger al inversor es a través de la información. El inversor tiene derecho a adoptar sus decisiones contando con la información previa adecuada a la inversión que se propone realizar. Su decisión de inversión debe ser una decisión que cuente con la información razonable, adaptada a sus circunstancias personales.
>
> De este modo, surge el inversor como una figura autónoma, capaz de adoptar sus propias decisiones, al haber sido informado de los riesgos asociados. El derecho a la información del inversor es una manifestación de su derecho a invertir, a través del mercado, en activos de configuración compleja y riesgos variables.

---

26 BLACK, BERNARD S. "Requisitos legales e institucionales para el establecimiento de un mercado de valores sólido", *Análisis. Revista del Mercado de Valores*, Bogotá, Autorregulador del Mercado de Valores, 2011, n.° 2, pp. 18 y 19.

27 IOSCO. "Objectives and Principles of Securities Regulation", 2010, p. 8.

Los mercados financieros son complejos y para acceder a ellos es necesario acudir a profesionales dedicados a prestar servicios de inversión. Hay una gran asimetría informativa entre los prestadores de servicios de inversión, profesionales del mercado de valores, y los inversores. Mediante una información razonable, los inversores pueden llegar a conocer los riesgos asociados a la inversión que se les propone.

Con esta información no se trata de convertir al inversor en un experto financiero capaz de sustituir al profesional del mercado. Al igual que en la relación médico-paciente, el médico debe suministrar una información razonable al paciente para que este pueda valorar los riesgos y alternativas a la intervención médica, entre tanto, el inversor tiene derecho a recibir una información que lo ilumine sobre los riesgos asociados a sus inversiones. Pero no se trata de convertir al paciente en un experto en medicina, ni al inversor en un profesional del mercado de valores[28].

En armonía con los referidos principios internacionales, en Colombia, la Ley 964 de 2005, por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores, y se dictan otras disposiciones, establece como uno de los objetivos de la intervención del Gobierno Nacional en dichas actividades el de protección de los derechos de los inversionistas[29].

Así mismo, la Ley 964 de 2005 señala como uno de los criterios de la intervención el de que el mercado de valores esté provisto de información oportuna, completa y exacta[30].

3.3. FINALIDADES, REQUISITOS Y ALCANCE DE LA INFORMACIÓN A SUMINISTRAR AL CONSUMIDOR FINANCIERO EN RELACIÓN CON LOS PRODUCTOS Y SERVICIOS FINANCIEROS Y DEL MERCADO DE VALORES

En línea con las funciones propias del deber de informar en la relación de consumo, la información que las entidades vigiladas suministren a los consumidores financieros tiene como finalidades: (i) dotar a los consumidores financieros de elementos y herramientas suficientes para la toma de decisiones, (ii) facilitar la adecuada comparación de las distintas opciones ofrecidas en el mercado, y (iii) favorecer el que los consumidores financieros conozcan los derechos y obligaciones pactados[31].

Para estos efectos, dicha información debe cumplir ciertos requisitos generales, a saber[32]:

- Ser cierta, suficiente y corresponder a lo ofrecido o previamente publicitado.
- Ser clara y comprensible.
- Ser divulgada o suministrada oportunamente.
- Encontrarse vigente en el momento en que se suministre o divulgue, indicándose el tiempo de vigencia y la fecha de la última actualización.
- Ser entregada o estar permanentemente disponible para los consumidores financieros, como mínimo en los sitios web de las entidades vigiladas y en sus oficinas.

A continuación, con el ánimo de ofrecer una visión panorámica y sin pretensión de exhaustividad, se reseñan las reglas especiales en materia de información sobre algunos de los principales productos y servicios financieros y del mercado de valores.

3.3.1. INFORMACIÓN SOBRE ALGUNOS PRODUCTOS Y SERVICIOS FINANCIEROS

Las instituciones financieras deben dar a los consumidores financieros información sobre los productos y servicios asociados con operaciones pasivas, activas y neutras o complementarias, antes de la celebración de los respectivos contratos (etapa precontractual).

28 Zunzunegui Pastor, Fernando. "Una aproximación a la protección del inversor en el mercado de valores", en *Temas de Derecho Financiero Contemporáneo*, Bogotá, Universidad del Rosario, 2006, p. 196.

29 Ley 964 de 2005, art. 1, lit. a), num. 1.

30 Ibíd., art. 1, lit. b), num. 7.

31 Superintendencia Financiera de Colombia. Circular Básica Jurídica, parte I, tít. III, cap. 1, num. 3.2.1.

32 Ibíd., num. 3.2.2.

3.3.1.1. INFORMACIÓN QUE DEBE SUMINISTRAR LA ENTIDAD VIGILADA EN LA ETAPA PRECONTRACTUAL

3.3.1.1.1. INFORMACIÓN GENERAL PRECONTRACTUAL

La información general precontractual de los productos y servicios financieros debe cubrir los siguientes aspectos mínimos de contenido[33]:

- Condiciones y requisitos mínimos para acceder a los productos o servicios.
- Plazos y términos contractuales (p. ej., duración del contrato, términos para el ejercicio de los derechos, plazos establecidos para la renovación, prórroga o cancelación de los productos o servicios, términos de respuesta a solicitudes de productos o servicios).
- Procedimientos para la apertura y finalización de los productos o servicios ofrecidos.
- Descripción general y condiciones de funcionamiento de los productos o servicios.
- Descripción de los derechos y obligaciones de los consumidores financieros y de las entidades vigiladas.
- Contratos de adhesión y sus respectivos reglamentos, así como cualquier otro documento en donde se establezcan obligaciones para las partes.
- Recomendaciones de seguridad para la realización de operaciones.
- Causales que facultan a la entidad vigilada o al consumidor financiero para terminar unilateralmente y por anticipado el contrato.
- Mecanismos para la protección de los derechos y la atención de los consumidores financieros en la entidad o a través del defensor del consumidor financiero.
- Canales de distribución de servicios financieros habilitados para la realización de operaciones, junto con sus correspondientes restricciones y condiciones (p. ej., montos máximos y mínimos, operaciones o transacciones restringidas, preinscripciones).
- Ubicación y horario de atención de todos los canales de propiedad de la entidad vigilada que esta tenga dispuestos para la realización de operaciones.
- Convenios suscritos por la entidad vigilada con terceros para el pago o recaudo de servicios públicos, telefonía móvil, servicios educativos, de salud, etc.

33 Ibíd., num. 3.2.6.

- Posibilidad de realizar pagos anticipados de las obligaciones y libertad para decidir si el pago parcial que realiza lo abonará a capital con disminución de plazo o a capital con disminución del valor de la cuota de la obligación, con las salvedades establecidas en el literal g del artículo 5.° de la Ley 1328 de 2009.
- Cualquier información adicional que la entidad considere necesaria.

Otro aspecto importante que las entidades vigiladas deben divulgar a los consumidores financieros en la etapa precontractual es el relativo a las tarifas, tasas de interés y otros cargos respecto de cada producto o servicio ofrecido comercialmente, con el siguiente alcance[34]:

- Tarifas por concepto de administración y/o cuotas de manejo de los productos, servicios e instrumentos para la realización de operaciones.
- El precio de todos los productos y servicios que se ofrezcan de manera masiva. Esta información debe ser divulgada de manera permanente por cada entidad vigilada en sus oficinas, los cajeros de su red y su página de internet.
- Tarifas por el uso de canales e instrumentos de distribución de los productos.
- Cargos tributarios del producto o servicio respecto de los cuales la entidad vigilada actúe como agente retenedor, indicando el porcentaje o monto de los mismos.
- Monto correspondiente a las sanciones pecuniarias establecidas por incumplimientos contractuales.
- Gastos de cobranza.
- Tarifas que se cobren por concepto de extractos, certificaciones y otros servicios prestados por la entidad a los usuarios de las operaciones no monetarias.
- Cualquier cobro o pago adicional que deban efectuar los consumidores financieros, diferente de los mencionados en los literales anteriores.

Desde el año 2006 la Superintendencia Financiera de Colombia publica regularmente en su página web las tarifas de productos y servicios financieros actualizadas mensualmente. Adicionalmente, brinda información relacionada con tasas de interés por modalidad de crédito, así como con tasas de interés de captación por plazo.

34 Ibíd., num. 3.3.

3.3.1.1.2. VALOR TOTAL UNIFICADO EN LAS OPERACIONES ACTIVAS Y PASIVAS

Mediante la Ley 1748 de 2014 se estableció la obligación de las entidades vigiladas de informar a sus clientes, además de la tasa de interés efectivamente pagada o recibida por estos, el valor total unificado (VTU) para todos los conceptos, efectivamente pagados o recibidos por el cliente, independientemente de si se trata de operaciones activas o pasivas. En virtud de este deber, al cliente potencial se le debe suministrar, siempre que la naturaleza del producto o servicio lo permita, una proyección del VTU que efectivamente pagaría o recibiría, de manera anticipada a la celebración del contrato.

La regulación exige a los establecimientos de crédito calcular y reportar, en términos porcentuales y su resultante en pesos, el "valor total unificado en las operaciones activas" (VTUA) al cliente potencial de manera previa a la suscripción de los contratos de adhesión de las siguientes operaciones o productos: créditos de vivienda, operaciones de leasing habitacional, créditos de consumo (tales como tarjeta de crédito, vehículos, libre inversión, entre otros), microcrédito, créditos de bajo monto y crédito comercial[35].

Los conceptos que se deben tener en cuenta para el cálculo del VTUA comprenden las cuotas del crédito o canon de arrendamiento, primas de seguros, comisiones y cualquier otro concepto que el cliente potencial tenga que pagar al establecimiento de crédito, a lo largo de la vida de la operación activa, en virtud de la obligación, y que sea inherente o se encuentre asociado a la misma. Se excluyen de los conceptos que se deben tener en cuenta para dicho cálculo los cobros en que el cliente incurriría si la transacción se realiza mediante una operación de contado comparable, esto es, sin mediar una operación de crédito, siempre y cuando dichos conceptos no los cobre el establecimiento de crédito. Sin perjuicio de lo anterior, la Superintendencia Financiera de Colombia puede determinar otros componentes del VTUA que sean inherentes o asociados a la operación.

Así mismo, los establecimientos de crédito y las sociedades especializadas en depósitos electrónicos (SEDPE) vigilados por la Superintendencia Financiera de Colombia deben calcular y reportar al cliente potencial, de manera previa a la suscripción de los contratos de adhesión, en términos porcentuales y su resultante en pesos, el "valor total unificado en las operaciones pasivas" (VTUP)

35 Decreto 2555 de 2010, art. 2.35.4.3.1, adicionado por el Decreto 1854 de 2015, art. 1.

de las siguientes operaciones o productos: certificados de depósito a término, cuentas de ahorro, cuentas corrientes y depósitos electrónicos.

Los conceptos que se tendrán en cuenta para el cálculo del VTUP comprenden los ingresos por intereses y cualquier otro concepto que sea inherente o se encuentre asociado a la apertura y administración a lo largo de la vida de la operación o producto. En todo caso, no se incluirán en el cálculo del VTUP los costos que correspondan a servicios transaccionales. La Superintendencia Financiera de Colombia puede determinar otros componentes del VTUP que sean inherentes o asociados a la apertura y administración de la operación o producto.

Para el caso de los certificados de depósito a término, el VTUP debe ser presentado al cliente potencial de manera previa a la contratación del producto por parte de la entidad financiera, y se calculará de acuerdo con lo señalado en el inciso anterior.

Tratándose de las cuentas de ahorro, cuentas corrientes y depósitos electrónicos, el VTUP se calculará como la diferencia entre i) los intereses generados por un saldo mensual promedio equivalente a un salario mínimo mensual legal vigente y ii) los cobros asociados a la prestación de la operación o producto, sin incluir los costos que correspondan a servicios transaccionales. Para efectos de comparación se asume que el producto se cancela un año después de su apertura, y los ingresos por intereses y cobros por servicios se realizan al final del último día del mes. En el evento de que los egresos asociados a la operación o producto resulten superiores a los ingresos de los mismos, dicha diferencia se expresará en valor absoluto y se le presentará al cliente potencial como un costo.

3.3.1.1.3. OTRA INFORMACIÓN PRECONTRACTUAL EN OPERACIONES ACTIVAS

En punto de las operaciones activas, mediante las cuales la entidad entrega o se obliga a entregar a su cliente una cantidad de dinero y este se obliga a pagarla en un momento distinto de aquel en que se celebra la convención[36], los establecimientos de crédito deben facilitar el entendimiento por parte del deudor potencial de los términos y condiciones del contrato de crédito, en orden a lo cual, en la etapa de otorgamiento del crédito, antes de que el deudor firme los documentos mediante los cuales se instrumente un crédito o manifieste su

36 Decreto 2555 de 2010, art. 11.2.5.1.3, pará. 1°.

aceptación, la entidad acreedora debe suministrarle, además de la información general atrás mencionada que resulte pertinente por la naturaleza de la operación, como mínimo, la siguiente información[37]:

- La tasa de interés, indicando la periodicidad de pago (vencida o anticipada) y si es fija o variable a lo largo de la vida del crédito, indicando su equivalente en tasa efectiva anual. Si la tasa es variable, debe quedar claro cuál es el índice al cual quedará atada su variación, y el margen.
- La base de capital sobre la cual se aplicará la tasa de interés.
- La tasa de interés de mora.
- Las comisiones y recargos que se aplicarán.
- El plazo del préstamo (períodos muertos, de gracia, etc.).
- Las condiciones de prepago.
- Los derechos de la entidad acreedora en caso de incumplimiento por parte del deudor.
- Los derechos del deudor, en particular los que se refieren al acceso a la información sobre la calificación de riesgo de sus obligaciones con la entidad acreedora.
- En general, toda la información que resulte relevante y necesaria para facilitar la adecuada comprensión del alcance de los derechos y obligaciones del acreedor y los mecanismos que aseguren su eficaz ejercicio.

En los créditos hipotecarios de vivienda, la entidad financiera prestamista debe tener a disposición en los canales que se consideren convenientes y entregar a los consumidores financieros un folleto gratuito que contenga en forma clara y comprensible la información relativa a este tipo de créditos hipotecarios, cuyo modelo debe remitirse a la Superintendencia con no menos de 15 días hábiles de antelación a su utilización y difusión, el cual debe contener como mínimo[38]:

- Las características de los préstamos otorgados bajo el sistema de UVR o en moneda legal (tasa de interés, sistemas de amortización, plazo, etc.).
- Los requisitos exigidos para su otorgamiento, indicando con precisión los aspectos relativos a seguros, avalúos, estudio de títulos, garantías, etc.

37 Superintendencia Financiera de Colombia. Circular Básica Contable y Financiera, cap. II, num. 1.3.2.3.1, lit. a.

38 Superintendencia Financiera de Colombia. Circular Básica Jurídica, parte I, tít. III, cap. I, num. 3.4.4.1.

- La proyección del crédito. En cada caso particular debe entregarse una proyección del crédito, discriminando los abonos a capital (en UVR y en pesos), los intereses a pagar, los valores aplicables por concepto de seguros (incendio, terremoto, vida, etc.). Igualmente, se debe indicar el saldo de la obligación (en UVR y en pesos), aclarando que los valores en pesos se registran a título informativo pues los reales variarán de acuerdo con la inflación efectiva que se presente durante cada uno de los meses del año.

Tratándose de contratos de leasing habitacional, las entidades vigiladas habilitadas para ofrecer este producto deben suministrar en todo momento información completa, cierta y comprensible sobre las condiciones de la operación, de forma que quienes pretendan celebrarlas puedan conocer adecuadamente su funcionamiento.

En la etapa precontractual, las entidades de leasing deben informar a los interesados el alcance del contrato de leasing habitacional, precisando que en virtud del mismo se entrega al locatario la tenencia de un inmueble destinado a vivienda para su uso y goce, a cambio del pago de un canon periódico, durante un plazo convenido, a cuyo vencimiento el bien se restituye a su propietario o se transfiere al locatario, si este último decide ejercer una opción de adquisición pactada a su favor y paga su valor. La información que se suministre sobre el leasing habitacional deberá contener como mínimo los siguientes datos[39]:

- Una descripción clara de la operación, que le permita al interesado entender en qué consiste y cuáles son los principales derechos y obligaciones derivados de esta, advirtiendo que la sola suscripción del contrato de leasing habitacional no transfiere el derecho de dominio al locatario, evento que solo ocurre una vez este ejerza la opción de adquisición y pague su valor.
- Los requisitos que se deben cumplir para acceder a la operación. Especialmente deberán ilustrarse:
  - Los criterios generales de evaluación adoptados por la respectiva entidad para determinar la capacidad de pago del potencial locatario;
  - Las garantías que la entidad autorizada puede exigir al locatario para garantizar el cumplimiento de las obligaciones derivadas del contrato, y
  - Los seguros obligatorios y opcionales en la operación.

39 Ibíd., num. 3.4.5.1.

• Las características especiales de las operaciones de leasing habitacional, y en especial los siguientes aspectos del contrato:

– Modalidades de pacto de la operación ofrecidas por la entidad autorizada (moneda legal o unidades de valor real, UVR), ilustrando los efectos de la suscripción en una u otra forma;

– Sistemas de amortización;

– Costos financieros;

– Plazos;

– Costos para el locatario distintos de los financieros (p. ej., seguros, impuestos), ilustrados de manera detallada.

– Indicación de la forma de liquidación del canon y los valores incluidos en este, efectos de la mora, de los pagos parciales y de los pagos extraordinarios;

– Estimación de la opción de adquisición;

– Efectos por no ejercer la opción de adquisición;

– Ejercicio anticipado de la opción de adquisición;

– Condiciones y procedimiento para la cesión de la opción de adquisición;

– Condiciones y procedimiento para la cesión del contrato y efectos de la misma;

– Causas de terminación. Condiciones para la terminación anticipada del contrato y efectos de la misma.

• Para ilustrar en mejor forma a los interesados, las entidades autorizadas deberán entregar una proyección del contrato, en la cual se indique el valor estimado de los cánones, discriminando en estos las amortizaciones, el costo financiero y los montos a pagar por seguros, impuestos u otros conceptos. Deberá precisarse que tales valores se registran a título informativo pues los reales podrían variar de acuerdo con el cambio de los supuestos empleados para tal estimación.

3.3.1.1.4. VENTAS ATADAS[40]

La regulación admite la posibilidad de que puedan adquirirse dentro de un paquete o portafolio varios productos de un mismo establecimiento de crédito, en las condiciones que este determine, sin perjuicio de lo cual es obligación

40 Superintendencia Financiera de Colombia. Circular Básica Jurídica, parte I, tít. III, cap. I, num. 3.4.1.4.

de la entidad ofrecer a los consumidores financieros la opción de adquirir, de manera independiente o separada, los siguientes productos:

- Cuenta de ahorro
- Cuenta corriente
- Crédito de vivienda individual a largo plazo
- Crédito de consumo
- Microcrédito

Para el caso de los seguros obligatorios y voluntarios asociados a los créditos de vivienda individual a largo plazo, se debe garantizar al consumidor financiero la posibilidad de adquirirlos con la entidad aseguradora del grupo al que se encuentre vinculado el establecimiento de crédito o con cualquier otra entidad aseguradora, y el establecimiento de crédito debe dejar constancia de ello.

3.3.1.1.5. NEGOCIOS FIDUCIARIOS

Por lo que hace a las operaciones neutras o complementarias, en especial las que se desarrollan en virtud de negocios fiduciarios, como la fiducia mercantil y el encargo fiduciario, las sociedades fiduciarias deben informar al potencial cliente (fideicomitente o constituyente), en la etapa precontractual, los riesgos, las limitaciones técnicas y los aspectos negativos inherentes a los bienes y servicios que hacen parte del objeto del contrato y de las prestaciones que se les encomienden, de manera tal que el cliente sea advertido de las implicaciones del contrato, deber que les asiste desde la etapa precontractual[41].

3.3.1.2. INFORMACIÓN A SUMINISTRAR POR LA ENTIDAD VIGILADA DURANTE LA EJECUCIÓN DEL CONTRATO

3.3.1.2.1. CUENTA CORRIENTE BANCARIA Y CUENTAS DE AHORROS

En el caso del contrato de cuenta corriente bancaria, y de las cuentas de ahorros, el establecimiento bancario debe suministrar al cuentahabiente información sobre el movimiento de la cuenta (ejecución contractual), lo cual se cumple

41 Ibíd., parte II, tít. II, cap. I, num. 2.2.1.2.1.

mediante los extractos que periódicamente la entidad remite al cliente, en los cuales le brinda información sobre el movimiento de la cuenta (saldo anterior, movimientos del mes –adiciones y retiros–, saldo final).

Respecto de los productos antes señalados, y de los demás depósitos de dinero, no es necesario que las entidades vigiladas envíen físicamente los extractos; sin embargo, deben poner a disposición de los clientes los extractos o estados de cuenta, a través de los mecanismos que establezcan para el efecto. En todo caso, las entidades deben informar oportuna y claramente a los consumidores financieros dónde, cómo y cuándo pueden acceder a esta información. Igualmente, tales mecanismos deben permitir que el cliente consulte la información correspondiente a la tasa de interés efectiva reconocida por las entidades sobre el saldo durante el período cubierto, cuando a ello hubiere lugar, los movimientos de la cuenta, la periodicidad y forma de liquidar los rendimientos, así como los cambios que se presenten respecto de esta información[42].

Para el producto de cuenta de ahorros de trámite simplificado, que solo puede ser ofrecido a personas naturales, y en el cual las operaciones de débito no deben superar en el mes calendario el monto en pesos equivalente a 3 smmlv, el saldo máximo no debe exceder, en ningún momento, 8 smmlv, y el cliente solo puede tener una cuenta de ahorros con estas características en la respectiva entidad; por su parte, los establecimientos de crédito deben informar claramente a los consumidores financieros todas las características y restricciones aplicables a estas cuentas, al igual que los efectos de su incumplimiento. Así mismo, las entidades deben suministrar a los clientes, a través de mecanismos adecuados, información clara, completa y oportuna, antes y durante la vigencia del contrato, sobre los medios y canales habilitados por la entidad para la realización de operaciones y transacciones[43].

3.3.1.2.2. DEPÓSITOS A TÉRMINO Y CERTIFICADOS DE DEPÓSITO DE AHORRO A TÉRMINO

Para los productos pasivos de certificados de depósito a término (CDT) y certificados de depósito de ahorro a término (CDAT), se exige a las entidades prestadoras, cuando sea el caso, informar oportunamente y por escrito, a la dirección del titular del depósito, la decisión de no prorrogar el contrato, salvo

42 Ibíd., parte II, tít. I, cap. III, num. 7.3.

43 Ibíd., num. 5.3.

que en el texto del certificado se hubiere previsto que, ante el silencio de las partes, el mismo se prorrogará en condiciones previamente determinadas o determinables, y la entidad hiciere uso de tal prerrogativa[44].

3.3.1.2.3. CUENTAS DE AHORRO ELECTRÓNICAS

En materia de cuentas de ahorro electrónicas, producto dirigido al segmento de mercado de clientes de menores ingresos, las instituciones que lo ofrecen deben dar a los clientes información sobre los siguientes aspectos[45]:

- Las personas que pueden acceder a cuentas de ahorro electrónicas.
- Que la entidad no cobrará a los titulares por el manejo de la cuenta de ahorro electrónica.
- El medio exento de cobro para la operación de la cuenta (tarjeta u otro).
- Que al menos dos retiros en efectivo y una consulta de saldo realizados por el cliente al mes no generarán comisiones a favor de la entidad.
- El costo de las transacciones o consultas adicionales, que no se encuentran exentas de costo.
- Que las cuentas de ahorro electrónicas no requieren un depósito mínimo ni un saldo mínimo que deba mantenerse.
- Que las cuentas de ahorro electrónicas gozan de las prerrogativas previstas en las disposiciones especiales para el gravamen a los movimientos financieros.
- Las operaciones y transacciones que pueden realizarse a través de las cuentas de ahorro electrónicas.
- Los medios y canales habilitados por la entidad para la realización de operaciones y transacciones.
- El carácter remunerado de la cuenta de ahorro electrónica y el período de pago de intereses, así como la tasa de interés a reconocer en términos efectivos anuales.
- Las condiciones para interponer quejas o reclamos, sea ante la entidad, ante el defensor del cliente o ante la Superintendencia Financiera de Colombia.
- Los datos y condiciones para comunicarse con el defensor del cliente de la entidad.

44 Ibíd., num. 2.1.

45 Ibíd., num. 4.3.2.

• Los canales disponibles para la atención de consultas sobre el manejo de la cuenta.

• Las medidas de seguridad que deben tenerse en cuenta para la realización de operaciones por cada canal habilitado, así como el procedimiento para el bloqueo, inactivación, reactivación y cancelación de las cuentas de ahorro electrónicas.

• Los mecanismos de control de fraude que las entidades ofrezcan a sus clientes, así como el costo de dicho servicio.

• Los demás beneficios adicionales que la entidad establezca, y

• Cualquier modificación de las condiciones anteriormente señaladas.

3.3.1.2.4. DEPÓSITOS ELECTRÓNICOS

En el producto de depósitos electrónicos, el cliente debe ser persona natural, las operaciones débito no pueden superar en el mes calendario el monto en pesos equivalente a 3 smmlv, el saldo máximo de los depósitos de dinero electrónico no puede exceder, en ningún momento, el monto equivalente a 3 smmlv, y el consumidor financiero solamente puede ser titular de un depósito de dinero electrónico en la respectiva entidad[46].

Además de la información que por virtud de las disposiciones legales vigentes deban divulgar los establecimientos de crédito a sus consumidores financieros, en materia de depósitos de dinero electrónico deben dar a conocer de manera particular lo siguiente[47]:

• La circunstancia de que los depósitos de dinero electrónico se encuentran amparados por el seguro de depósito de Fogafin.

• Los costos asociados a los depósitos de dinero electrónico.

• Las tasas de interés que las entidades decidan ofrecer a los consumidores por la captación de recursos mediante depósitos de dinero electrónico, si a ello hubiere lugar.

46 Decreto 2555 de 2010, arts. 2.1.15.1.1 ss.

47 Superintendencia Financiera de Colombia. Circular Básica Jurídica, parte II, tít. I, cap. III, num. 6.4.

3.3.1.2.5. CRÉDITOS HIPOTECARIOS PARA VIVIENDA Y LEASING HABITACIONAL

Los establecimientos de crédito que realicen operaciones de crédito hipotecario para vivienda o de leasing habitacional deben remitir periódicamente extractos a sus clientes deudores o locatarios.

Los extractos suministrados a los clientes/locatarios por parte de los establecimientos de crédito deben detallar de manera precisa el nombre del titular, número de crédito –si aplica–, sistema de amortización, tasa de interés pactada y cobrada en el correspondiente período –expresada en términos efectivos anuales, aun cuando se haya pactado en términos nominales–, cotización de la UVR, fecha de corte de la obligación y fecha límite de pago, número de la cuota/canon que se cancela, número de cuotas/cánones pendientes para el pago total, plazo inicial del mismo, saldo de la obligación y la discriminación del pago anterior –indicando el monto amortizado a capital, intereses corrientes y de mora, si es del caso–, así como los pagos efectuados por concepto de seguros. Las cifras que se incluyan en el extracto deben reflejarse en UVR y en pesos, si la obligación se encuentra denominada en UVR[48].

Por otra parte, los establecimientos de crédito deben remitir a los deudores, dentro del primer mes de cada año, la siguiente información[49]:

• El comportamiento histórico del crédito, indicando para el año inmediatamente anterior cómo se aplicaron los abonos a capital (en UVR y en pesos), los valores por concepto de seguros (incendio, terremoto, vida, etc.), los correspondientes a intereses y el saldo de la obligación (en UVR y en pesos).

• Una proyección del crédito para el año en curso, con las indicaciones antes señaladas. En los casos en que la proyección del año anterior no coincida con el comportamiento real del crédito durante ese período, el establecimiento de crédito podrá acompañar una explicación de las causas que dieron origen a tal situación.

En relación con las operaciones de leasing habitacional, las entidades autorizadas deben remitir durante el primer mes de cada año calendario la siguiente información a los locatarios[50]:

48 Ibíd., parte II, tít. I, cap. VI, num. 1.9.

49 Ibíd., parte I, tít. III, cap. I, num. 3.4.4.2.

50 Ibíd., num. 3.4.5.2.

• El comportamiento histórico del contrato, indicando para el año inmediatamente anterior la manera como se aplicaron los cánones, el saldo por amortizar, los valores por costos financieros, seguros y otros conceptos. Tratándose de contratos pactados en UVR, las cifras presentadas en el extracto deben reflejarse en UVR y en pesos.

• Una proyección del contrato para el año en curso, con las indicaciones antes señaladas. En los casos en que la proyección del año anterior no coincida con el comportamiento real del contrato durante ese período, la entidad autorizada podrá acompañar una explicación de las causas que dieron origen a tal situación.

3.3.1.2.6. TARJETAS DE CRÉDITO

El último día hábil de cada mes los establecimientos de crédito deben publicar, en un periódico de amplia circulación nacional –en las páginas informativas de temas económicos y en caracteres destacados–, la tasa de interés efectiva anual que cobrarán durante el mes siguiente, incluyendo, para efectos de su cálculo, todos aquellos cobros que influyen en la determinación del costo financiero del crédito a cargo del beneficiario del mismo, con el fin de que los clientes estén informados del costo real que implica la utilización de una u otra tarjeta de crédito[51].

3.3.1.2.7. REPORTE ANUAL DE COSTOS TOTALES

Por otro lado, como parte de la información sobre la ejecución del contrato celebrado, los establecimientos de crédito y las sociedades especializadas en depósitos electrónicos (SEDPE) deben entregar a sus clientes, a más tardar el 31 de marzo de cada año, un reporte anual de costos totales (RACT), con el detalle del total de los costos que el cliente ha pagado durante el año calendario anterior (1.° de enero a 31 de diciembre) por los productos o servicios contratados con la entidad, en particular por los siguientes conceptos[52]:

51 Ibíd., num. 3.4.1.5.1.

52 Decreto 2555 de 2010, art. 2.35.4.2.1, adicionado por el Decreto 1854 de 2015, art. 2; Circular Básica Jurídica, parte I, tít. III, cap. 1, num. 3.4.1.2.

• Cobros efectuados al cliente, asociados a los servicios.
• Cuotas de administración y/o manejo de los productos.
• Tarifas por operaciones realizadas a través de los diferentes canales (cajeros, internet, consultas telefónicas).
• Cobros realizados al cliente a favor de terceros.
• Retenciones tributarias.
• Otros cobros que no se encuentren asociados a un producto en particular.

El RACT puede ser remitido por medios físicos o electrónicos, a elección de cada cliente. Para el efecto, los establecimientos de crédito y las SEDPE deben ofrecer las alternativas posibles, incluyendo el envío físico, en el momento de contratar un producto o servicio y en las oportunidades de actualización de la información del cliente, para que cada uno defina la forma en que quiere recibir el RACT. La entidad vigilada debe dejar constancia de esta situación y mantener a disposición de la Superintendencia la documentación que permita verificar que se permitió al cliente escoger la forma de recepción del RACT. Si el cliente no se pronuncia, el RACT se debe remitir físicamente a la última dirección reportada por el cliente. La entidad debe conservar el comprobante de la remisión física del RACT y mantenerlo a disposición de la Superintendencia.

3.3.1.2.8. NEGOCIOS FIDUCIARIOS

En los contratos fiduciarios la sociedad fiduciaria debe dejar constancia expresa de la realización de la evaluación sobre la posible incursión en situaciones de conflictos de interés, junto con los mecanismos previstos para conjurar la eventual configuración de situaciones que den origen a conflictos de interés y su solución, y expresar los valores o factores sobre los cuales se determinará la remuneración que percibirá la fiduciaria por su gestión, y la forma y oportunidad en que la misma será liquidada y cobrada; además ha de señalar los gastos que serán de cargo del fideicomiso, particularmente aquellos que no correspondan a la operación normal del mismo, en especial los relacionados con avalúos, pagos de impuestos, realización de peritajes, etc.[53].

Durante la vigencia del contrato fiduciario, la sociedad fiduciaria debe rendir cuentas comprobadas de su gestión al fideicomitente y en su caso al

53 Superintendencia Financiera de Colombia. Circular Básica Jurídica, parte II, tít. II, cap. 1, nums. 2.2.5, 2.3.5, y 2.3.8.

beneficiario, cuando menos cada seis meses, con el contenido mínimo establecido por la Superintendencia Financiera de Colombia, según la clase de negocio fiduciario de que se trate (de administración, garantía, inmobiliario), y al finalizar el negocio debe presentar la rendición final de cuentas, incluyendo lo relativo a la liquidación del fideicomiso[54]. La rendición de cuentas debe reflejar plenamente el estado económico, jurídico, administrativo o contable actual del negocio así como de la ocurrencia de cualquier hecho que incida en el desarrollo normal de la labor encomendada, señalando las medidas correctivas adoptadas, cuando sean del caso, sin perjuicio de que, para efecto de su necesaria verificación, se acompañen los soportes que documenten la información presentada.

Además, durante la ejecución del contrato, las sociedades fiduciarias deben remitir al fideicomitente o al beneficiario reportes sobre hechos relevantes que afecten el negocio fiduciario, y las actividades llevadas a cabo frente a los mismos, cuando por su importancia resulte necesario o cuando se establezca una obligación contractual en ese sentido. El alcance de esta obligación ha de consultar el carácter y conocimiento de las partes intervinientes, y la misma implica poner en conocimiento del cliente las dificultades o imprevistos que ocurran en la ejecución del contrato[55]. Estos informes no tienen el carácter de rendición de cuentas, por lo que no liberan a la fiduciaria de dicha obligación.

3.3.2. INFORMACIÓN SOBRE ALGUNOS PRODUCTOS Y SERVICIOS DEL MERCADO DE VALORES

Según lo explicado atrás, en el mercado de valores, el suministro de información sobre los productos y servicios de inversión tiene una connotación especial, bajo los principios internacionales de regulación de mercados de valores, en los cuales se parte de la premisa según la cual el consumidor financiero (inversionista) debe recibir la información necesaria para tomar una decisión informada sobre la inversión, desinversión o mantenimiento de tenencias en valores.

En tal sentido, existen reglas detalladas respecto de la información que los emisores deben suministrar al mercado sobre las emisiones de valores que pretendan colocar mediante oferta pública, así como también sobre la información que las sociedades comisionistas de bolsa en desarrollo del contrato de comisión, las sociedades administradoras de fondos de inversión, y las entidades que promueven productos y servicios del mercado de valores del exterior, han de poner a disposición de los potenciales inversionistas.

54 Código de Comercio colombiano, art. 1234, num. 8, concordante con la Circular Básica Jurídica, parte II, tít. II, cap. I, nums. 2.2.1.2.1 y 6.1.

55 Circular Básica Jurídica, parte II, tít. II, cap. I, num. 6.2.

3.3.2.1. EMISORES DE VALORES

Tratándose de oferta pública de valores, la normatividad indica el contenido que debe tener el prospecto de colocación, documento que reúne los datos del emisor, del valor y de la emisión, necesarios para el cabal conocimiento de los mismos por parte de los inversionistas, según el tipo de valor considerado, en la etapa precontractual[56].

El tipo de información que debe contener el prospecto, sus características y contenido son definidos por la Superintendencia Financiera de Colombia en ejercicio de sus funciones, conforme a cuyas instrucciones el emisor debe incluir toda aquella información que resulte necesaria para que los inversionistas puedan formarse una opinión acerca de las condiciones y características del valor que se ofrece; de las condiciones de la oferta; de la actividad, funcionamiento, organización y expectativas del emisor, los proyectos futuros, así como de los riesgos a que se puede enfrentar, metodologías y fuentes de información para la valoración; y la destinación de los recursos que se reciban como consecuencia de la emisión, así como también toda aquella información que, en adición a la información básica anterior, considere relevante a fin de que los inversionistas comprendan las implicaciones positivas y negativas de la inversión a que se invita realizar[57].

Para la etapa contractual, la regulación de valores exige a los emisores reportar periódicamente al mercado información financiera, además de lo cual ha instituido un particular mecanismo de información al mercado, a través de la llamada "información relevante", en virtud del cual todo emisor de valores debe divulgar, en forma veraz, clara, suficiente y oportuna al mercado, a través de la Superintendencia Financiera de Colombia, en la forma establecida en la normatividad, toda situación relacionada con él o su emisión que habría

56 Decreto 2555 de 2010, art. 5.2.1.1.4.

57 Superintendencia Financiera de Colombia. Circular Básica Jurídica, parte III, tít. I, cap. II, num. 1. El contenido detallado del prospecto se establece en el num. 1.3, al cual remitimos al lector en aras de la brevedad.

sido tenida en cuenta por un experto prudente y diligente al comprar, vender o conservar los valores del emisor o en el momento de ejercer los derechos políticos inherentes a tales valores[58].

Las normas sobre información relevante exigen a los emisores la revelación de un cúmulo de información sobre su situación financiera y contable, su situación jurídica, su situación comercial y laboral, situaciones de crisis empresarial, y la emisión de valores, que debe ser divulgada a través de la página web de la Superintendencia Financiera de Colombia (www.superfinanciera.gov.co), de conformidad con el procedimiento establecido por esta entidad, inmediatamente se haya producido la situación o una vez el emisor haya tenido conocimiento de esta, cuando esta se hubiere originado en un tercero[59].

Tanto la información de los títulos inscritos como la información periódica y relevante de los emisores puede ser consultada en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE), a través de la página web de la Superintendencia Financiera de Colombia.

3.3.2.2. CONTRATO DE COMISIÓN PARA LA COMPRA Y VENTA DE VALORES

En el desarrollo del contrato de comisión, la sociedad comisionista debe informar a su cliente comitente sobre la marcha del negocio y la ejecución del encargo[60].

En tal sentido, las sociedades comisionistas de bolsa deben enviar a sus clientes un reporte o extracto de operaciones mediante el cual se les informe acerca de la ejecución de las órdenes impartidas, de los resultados obtenidos en dicha ejecución, si la orden se ejecutó en el sistema de negociación o en el mercado mostrador, el tipo de operación, si la operación fue cruzada contra otro cliente del miembro, o ejecutada contra la cuenta propia, el valor de la comisión, el precio o tasa efectiva a la que se ejecutó la orden, así como cualquier otra información que deba darse de conformidad con la normatividad aplicable[61].

58 Decreto 2555 de 2010, art. 5.2.4.1.5.

59 Ibíd., art. 5.2.4.1.6.

60 Código de Comercio, arts. 1268 y 1269; Decreto 1172 de 1980, art. 7, num. 5.

61 Reglamento del Autorregulador del Mercado de Valores, art. 51.45.

Así mismo, la sociedad comisionista debe tener a disposición del comitente el comprobante de la operación que haya celebrado para este dentro de los tres días hábiles siguientes a la fecha de su realización.

Por otro lado, la sociedad comisionista debe rendir cuenta detallada y justificada de su gestión al comitente, que debe concordar con los asientos de sus libros[62].

La información que las sociedades comisionistas de bolsa deben suministrar a sus clientes puede ser entregada por medio físico o electrónico.

3.3.2.3. FONDOS DE INVERSIÓN COLECTIVA

Los fondos de inversión colectiva son mecanismos o vehículos de captación o administración de sumas de dinero u otros activos, administrados por sociedades administradoras, que en Colombia pueden ser sociedades fiduciarias, sociedades comisionistas de bolsa o sociedades administradoras de inversión. El fondo de inversión colectiva se integra con el aporte de un número plural de personas determinables una vez el fondo entre en operación, recursos que son gestionados de manera colectiva para obtener resultados económicos también colectivos[63].

A nivel internacional, el principio 26 de IOSCO sobre vehículos de inversión colectiva establece que la regulación debe exigir la revelación, conforme a los principios para emisores, que sea necesaria para evaluar la idoneidad de un vehículo de inversión para un inversionista particular y el valor del interés del inversionista en el vehículo de inversión colectiva.

En nuestro medio, las sociedades administradoras de fondos de inversión colectiva deben obrar de manera transparente, asegurando el suministro de información de manera veraz, imparcial, oportuna, completa, exacta, pertinente y útil, absteniéndose de dar información ficticia, incompleta o inexacta sobre la situación de los fondos de inversión colectiva y las familias de fondos de inversión colectiva bajo su administración, o sobre sí mismas. La misma regla se aplica a los gestores externos en caso de existir.

Las sociedades administradoras de fondos de inversión colectiva deben mantener informados a los inversionistas sobre todos los aspectos inherentes al fondo de inversión colectiva, por lo menos a través de los siguientes

62 Código de Comercio, arts. 1268 y 1269; Decreto 1172 de 1980, art. 7, num. 5.

63 Decreto 2555 de 2010, art. 3.1.1.2.1.

mecanismos para la revelación de información[64], cuyo contenido mínimo ha sido regulado en detalle:

• Reglamento[65]. Es el documento estatutario del fondo de inversión colectiva, elaborado por la entidad administradora y aprobado por la autoridad de supervisión, que contiene la información sobre el fondo y las reglas contractuales y legales aplicables al mismo[66].

• Prospecto[67]. Es un documento de apoyo para el ofrecimiento y la comercialización de los fondo de inversión colectiva, escrito en un lenguaje claro y de fácil entendimiento, y de ordinario más liviano que el reglamento, que debe darse a conocer a los inversionistas previamente a su vinculación[68].

• Ficha técnica[69]. Es un documento informativo estandarizado para los fondos de inversión colectiva, que contiene información general y ocasional de cada uno de ellos[70].

• Extracto de cuenta[71]. Es un documento que refleja el movimiento de la cuenta de cada uno de los inversionistas en el respectivo fondo de inversión colectiva, esto es, los aportes, inversiones y retiros realizados durante el período correspondiente, así como los resultados obtenidos[72].

• Informe de rendición de cuentas[73]. Corresponde al deber del gestor (administrador del fondo de inversión colectiva) de informar al beneficiario (inversionista) acerca de los términos de la gestión encargada, como medio para facilitar el conocimiento y la evaluación de esta[74].

El reglamento, el prospecto y la ficha técnica deben estar disponibles en el sitio web de la sociedad administradora de fondos de inversión colectiva y por

---

64 Ibíd., art. 3.1.1.9.1.

65 Ibíd., art. 3.1.1.9.5, y 3.1.1.9.6; Circular Básica Jurídica, parte III, tít. VI, cap. III, num. 2.1.

66 VARÓN PALOMINO, JUAN CARLOS. *Portafolios de inversión: la norma y el negocio*, Bogotá, Universidad de los Andes y Temis, 2008, p. 300.

67 Decreto 2555 de 2010, art. 3.1.1.9.7.

68 VARÓN PALOMINO, ob. cit., p. 311.

69 Decreto 2555 de 2010, art. 3.1.1.9.8; Circular Básica Jurídica, parte III, tít. VI, cap. III, num. 3.2.

70 VARÓN PALOMINO, ob. cit., p. 316.

71 Decreto 2555 de 2010, art. 3.1.1.9.9; Circular Básica Jurídica, parte III, tít. VI, cap. III, num. 3.1.

72 VARÓN PALOMINO, ob. cit., p. 317.

73 Decreto 2555 de 2010, art. 3.1.1.9.10; Circular Básica Jurídica, parte III, tít. VI, cap. III, num. 4.

74 Varón Palomino, ob. cit., p. 319.

medios impresos, los cuales deberán poderse encontrar tanto en sus dependencias u oficinas de servicio al público como en las entidades con las cuales hubiere celebrado contratos de uso de red de oficina o corresponsalía, así como en las oficinas de los distribuidores especializados que realicen la actividad de distribución de fondos de inversión colectiva[75].

En la etapa precontractual, la fuerza de ventas de la sociedad administradora debe entregar y presentar a los potenciales inversionistas toda la información necesaria y suficiente, proporcionada por la sociedad administradora o por el distribuidor especializado, para conocer las características y los riesgos de los fondos de inversión colectiva promovidos y tomar la decisión de inversión o de no inversión en los mismos. De igual modo, debe verificar que el inversionista conozca, entienda y acepte el reglamento y el prospecto del fondo de inversión colectiva[76].

1.3.2.4. PRODUCTOS Y SERVICIOS DE VALORES DEL EXTERIOR

La regulación se ocupa también de la información que las oficinas de representación y los corresponsales de entidades del mercado de valores del exterior deben suministrar a los potenciales inversionistas interesados en los productos y servicios extranjeros de valores promocionados a través de esos canales.

Los representantes de las oficinas de representación, y los corresponsales, de las entidades de valores del exterior deben manifestar expresamente a los clientes y usuarios que los productos y servicios que promueven son prestados por la institución del exterior, e ilustrarlos en detalle acerca de los siguientes aspectos[77]:

• Las condiciones jurídicas, financieras, contables, comerciales y administrativas en que la oficina de representación o corresponsal desarrolla sus operaciones;

• El alcance de sus responsabilidades como oficina de representación o corresponsal de la entidad de valores del exterior;

---

75 Decreto 2555 de 2010, art. 3.1.1.9.2.

76 Ibíd., art. 3.1.4.3.2.

77 Decreto 2555 de 2010, art. 4.1.1.1.9; Circular Básica Jurídica, parte I, tít. II, cap. II, num. 1.10.2.1.

• La responsabilidad que la institución del exterior asume frente a los servicios ofrecidos, y las características principales de la supervisión que ejercen las autoridades respectivas sobre la institución del exterior representada;

• La existencia de garantías o seguros, incluyendo seguro de depósitos u otra garantía estatal, si es del caso, que amparen incumplimientos de la institución del exterior a los clientes y los límites con que los mismos operan, y

• La jurisdicción y la ley aplicable a los productos y servicios que promociona.

Además, deben informarse a los clientes potenciales o actuales de las instituciones del exterior los mecanismos disponibles para la presentación de quejas o reclamaciones relacionadas con la actividad que desarrollan, y advertir que los mismos no cuentan con un defensor del consumidor financiero en nuestro país.

CONCLUSIONES

En Colombia se reconoce el deber secundario de información en materia negocial, como expresión de la buena fe objetiva, bajo el modelo clásico de contratación, en virtud del cual las partes deben manifestarse mutuamente las circunstancias que se consideren importantes para la celebración del contrato, así como para su ejecución, terminación y liquidación.

En el ámbito de las relaciones entre los consumidores financieros y las entidades financieras y de valores vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia existe una regulación amplia y detallada sobre la información que estas deben dar a aquellos, tanto para los productos y servicios del mercado financiero como para los productos y servicios de inversión del mercado de valores.

La autoridad reguladora ha hecho una labor juiciosa de identificación de aspectos importantes que deben ser revelados a los consumidores financieros sobre los productos y servicios de las entidades vigiladas, en ocasiones con exceso de detalle, sin perjuicio de lo cual aún existe campo para el afinamiento del régimen, a partir de un ejercicio sistemático que tome en cuenta las distintas clases de productos y servicios financieros y del mercado de valores, y que racionalice el catálogo de la información que han de suministrar las entidades vigiladas.

A nuestro modo de ver, el objetivo de un ejercicio tal sería triple: (i) procurar una cobertura más completa en el universo de productos y servicios financieros y del mercado de valores, donde haya lugar a ello –p. ej., en las operaciones de crédito de consumo, avales y garantías y crédito documentario, y en los negocios fiduciarios con vinculación masiva de fideicomitentes y/o beneficiarios, en desarrollo de los cuales se comercializan derechos fiduciarios que generan la expectativa de beneficios económicos futuros[78]–, de cara a las etapas precontractual, de celebración del contrato, de ejecución y, en su caso, la fase poscontractual o de liquidación; (ii) racionalizar la información exigida, de modo tal que se logre un mayor nivel de pertinencia y se eviten situaciones en las cuales el consumidor financiero recibe un volumen alto de información que le es difícil comprender y procesar, y que tristemente termina siendo inútil para los propósitos perseguidos; y, (iii) sistematizar en lo posible el enfoque y el lenguaje de las normas, hoy dispersos en múltiples disposiciones expedidas en distintos momentos.

El suministro de información conlleva cargas operativas y costos importantes para las entidades vigiladas, y por esto la información que se exija debe ser la esencial, la estrictamente necesaria para que en la fase precontractual el consumidor financiero comprenda lo fundamental del producto o servicio de que se trate y pueda tomar su decisión respecto del mismo, y en la etapa de ejecución conozca el desenvolvimiento del producto o servicio contratado; con ello se evita al mismo tiempo que el consumidor se confunda en un mar de información compleja e inútil.

La aplicación del régimen de información mencionado no está exenta de problemas prácticos que afectan su eficacia como mecanismo de protección al consumidor financiero, en varias situaciones.

Si la entidad vigilada no suministra la información, el régimen cae en el vacío, y el consumidor financiero queda desprotegido por este aspecto, caso en el cual el problema debería en nuestro entender abordarse y resolverse no solo en la esfera de la supervisión y la imposición de sanciones administrativas, sino también y principalmente en la órbita de la autorregulación para la debida prestación del servicio y atención a los clientes, en interés no solo de ellos sino también de las entidades interesadas en expandir su base de clientes fidelizados por la calidad y demás condiciones de los productos y servicios prestados.

Lo propio es predicable cuando la entidad suministra mal la información, por ejemplo, de manera incompleta, no actualizada o con explicaciones inadecuadas que la distorsionan, eventos en los que tampoco se cumplen las finalidades

78 Para una descripción de esta modalidad de negocios fiduciarios, sus características y vacíos en materia de información, véase VARÓN PALOMINO, JUAN CARLOS y GERMÁN DARÍO ABELLA ABONDANO. *Derechos fiduciarios y mercado de valores: reflexiones frente a la normativa colombiana*, Bogotá, Asociación de Fiduciarias y Universidad de los Andes, 2013, pp. 22-27.

del régimen de protección al consumidor, y para hacer frente a los mismos deberían reforzarse los mecanismos de gobierno corporativo y la capacitación, supervisión y autorregulación de las áreas comerciales y fuerzas de ventas[79].

Aun si la entidad cumple a cabalidad con su deber de información, ocurre en ocasiones, lamentablemente no infrecuentes en nuestro medio, que el consumidor financiero, desconociendo la carga de diligencia que le corresponde[80], recibe la información pero no la estudia, o lo hace pero no la entiende, ya sea por su complejidad o por falta de conocimiento. Esta situación es particularmente delicada en los productos del mercado de valores, en los cuales resulta crítico que el inversionista conozca y entienda la naturaleza, las características y los riesgos de la inversión que se le ofrece, antes de tomar la decisión de invertir.

Dicha problemática no se resuelve solamente con normas, sino que para el efecto es necesario avanzar decididamente en el ofrecimiento de más y mejores programas masivos de educación financiera, por parte de las entidades vigiladas, de sus gremios, y del propio Estado, en cumplimiento del deber legal al respecto consagrado en la Ley 1328 de 2009.

Sin perjuicio de las bondades del régimen de información para el consumidor financiero, que le permite a este contar con un cúmulo de información pertinente para la toma de decisiones, consideramos que, por detallada que luzca la regulación, en los contratos que sustentan productos y servicios financieros y del mercado de valores, ofrecidos por entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia, en todo caso subsiste el deber secundario de información, a cargo de ambas partes –entidad vigilada y consumidor financiero, pero principalmente en cabeza de aquella, como profesional de la actividad financiera o de valores y predisponente del contrato de adhesión–, el cual recae

---

79 Esta situación ha generado polémica en Colombia, en el marco del escándalo financiero de la sociedad comisionista de bolsa Interbolsa y sus filiales, ventilado a partir de noviembre de 2012, una de cuyas aristas más delicadas es el caso del fondo de inversión extranjero Premium Capital Appreciation Fund, vehículo de inversión colectiva constituido en Curazao, que según la información difundida por medios de comunicación habría sido promocionado en el país y vendido a inversionistas colombianos sobre la base de información inexacta suministrada por la sociedad comisionista de bolsa, como corresponsal del administrador del fondo, acerca de la política de inversión del fondo y su portafolio de activos.

80 Al punto traemos a colación la pertinente anotación de Rengifo García en el siguiente sentido: "el acreedor de la información ha de asumir una actitud no meramente pasiva. Aquí conviene recordar las cargas de diligencia y cuidado que las partes deben observar en la etapa del perfeccionamiento del contrato y que el profano no se halla sustraído de su deber de informarse, lo que implica que su debilidad no le atribuye un derecho a la pasividad" (ob. cit.).

sobre todos aquellos aspectos y circunstancias no cobijados por la regulación y que tengan relevancia para que las partes puedan adoptar decisiones informadas, en cualquiera de las etapas del proceso contractual (etapa precontractual, celebración del contrato, ejecución del contrato, terminación del contrato, y en su caso la etapa poscontractual o de liquidación), con arreglo a los principios y normas generales referenciados al comienzo de este documento.

Por consiguiente, el deber de información de las entidades vigiladas no se agota con el cumplimiento de los requerimientos regulatorios expresos, que tienen carácter enunciativo y no limitativo, sino que dichas entidades deben adicionalmente identificar y suministrar oportunamente cualquier otra información que a su juicio, como profesionales de la actividad empresarial que desarrollan, resulte necesaria para los consumidores financieros, teniendo en cuenta la naturaleza y características de los productos y servicios ofrecidos o contratados.

Así, verbigracia, en los contratos que anteceden a la realización o administración de inversiones en valores (p. ej., suscripción de valores en el mercado primario, compraventa de valores en el mercado secundario, fiducia mercantil de inversión, encargo fiduciario de inversión, administración de portafolios de terceros –APT– o vinculación a fondos de inversión colectiva), el oferente debe informar al potencial inversionista, de manera oportuna, clara y exacta, sobre las vicisitudes que conozca acerca de los valores adquiridos o sus emisores, de los mercados en los cuales tales activos se negocian, y de los riesgos de las inversiones realizadas, que puedan afectar su negociabilidad o precio, aun si se trata de asuntos que no están contemplados en las obligaciones legales o regulatorias de información.

Lo propio es predicable de los negocios fiduciarios que tienen por objeto el desarrollo de proyectos inmobiliarios o empresariales, en los cuales, por la naturaleza de los bienes fideicomitidos, del proyecto a adelantar, y de la gestión de la entidad fiduciaria, bien pueden presentarse circunstancias sobrevinientes que no estén previstas en las normas de información, lo cual no obsta para que el fiduciario deba comunicarlas al fideicomitente y en su caso al tercero beneficiario.

De esta manera, sin perjuicio de las regulaciones especiales, se mantiene la función integradora del contrato, propia del principio de la buena fe objetiva, tal y como ha sido concebida de antiguo en las normas civiles y mercantiles colombianas.

Así mismo, se mantiene la función limitadora de la buena fe objetiva, que prohíbe a las partes (entidad vigilada y consumidor financiero) realizar conductas

de mala fe, y particularmente la doctrina de los actos propios (*venire contra factum proprio non valet*), que resulta plenamente aplicable a los contratos que sustentan la prestación de productos y servicios financieros y del mercado de valores; así lo evidencian diversas decisiones judiciales y arbitrales proferidas en procesos en los que la menos una de las partes es una entidad vigilada, donde se ha invocado dicha doctrina. En este sentido, no puede dejarse de lado que las entidades financieras y del mercado de valores en el desarrollo de sus actividades deben obrar siempre con arreglo al principio de la buena fe.

Finalmente, en el caso de los productos de inversión en valores, para que el inversionista reciba una protección adecuada en función de la naturaleza y riesgos propios de los mismos, el deber de información debe ir de la mano con los deberes profesionales deberes de *suitability* –identificación del perfil de riesgo y las necesidades y metas del inversionista, frente a los productos de inversión ofrecidos– y asesoría –formulación de recomendaciones personalizadas de inversión en los productos ofrecidos–, que han de ser cumplidos por los diversos canales de ventas en la labor de promoción de tales productos del mercado de valores, de conformidad con la ley.

REFERENCIAS

BLACK, BERNARD S. "Requisitos legales e institucionales para el establecimiento de un mercado de valores sólido", *Análisis. Revista del Mercado de Valores*, Bogotá, Autorregulador del Mercado de Valores, 2011, n.° 2, pp. 11-122.

Circular Básica Contable y Financiera (Circular Externa n.° 100 de 1995 y sus modificaciones).

Circular Básica Jurídica (Circular Externa n.° 029 de 2014 y sus modificaciones).

Código Civil colombiano.

Código de Comercio colombiano.

Constitución Política de Colombia.

Corte Constitucional. Sentencia T-475 de 1992, M.P.: Eduardo Cifuentes Muñoz, exp. T-1917.

Corte Constitucional. Sentencia T-537 de 2009, M.P.: Humberto Antonio Sierra Porto, exp. T-1.954.426.

Corte Constitucional. Sentencia T-956 de 2011, M.P.: Jorge Iván Palacio Palacio, exps. T-3057613 y 3057636.

Corte Suprema de Justicia, Sala de Casación Civil. Sentencia, 4 de abril de 2001, M.P.: Jorge Antonio Castillo Rugeles, exp. 5716.

Decreto 2555 de 2010.

FARINA, JUAN M. *Defensa del consumidor y del usuario*, 2.ª ed., Buenos Aires, Astrea, 2000.

IOSCO. "Objectives and Principles of Securities Regulation".

Laudo arbitral de 26 de julio de 2013, proferido en el proceso Estrategias en Valores S.A. y otro contra Cóndor S.A., Compañía de Seguros Generales, árbitro único: Luis Hernando Gallo Medina.

Ley 1328 de 2009.

Ley 1748 de 2014.

Ley 964 de 2005.

MUNAR CADENA, PEDRO OCTAVIO. "Formación del contrato", en *Derecho de las obligaciones*, t. I, Bogotá, Universidad de los Andes y Temis, 2009, pp. 377-405.

NEME VILLARREAL, MARTHA LUCÍA. "'*Venire contra factum proprium*'. Prohibición de obrar contra los actos propios y protección de la confianza legítima. Tres maneras de llamar a una antigua regla emanada de la buena fe", en *Estudios de derecho civil – Obligaciones y contratos. Homenaje a Fernando Hinestrosa, 40 años de Rectoría 1963-2003*, t. III, Bogotá, Universidad Externado de Colombia, 2003, pp. 10-56.

OVIEDO ALBÁN, JORGE. "Tratos preliminares y responsabilidad precontractual", en *Tendencias de la responsabilidad civil en el siglo XXI*, Bogotá, Pontificia Universidad Javeriana y Jurídica Diké, 2009, pp. 185-228.

PÁJARO MORENO, NICOLÁS. "El contrato y sus principios orientadores", en *Derecho de las obligaciones*, t. I, Bogotá, Universidad de los Andes y Temis, 2009, pp. 309-375.

RENGIFO GARCÍA, ERNESTO. "El deber precontractual de información", disponible en: http://www.garridorengifo.com/bienvenidos/doc/El%20Deber%20Precontractual%20de%20Informacion.pdf

SALGADO RAMÍREZ, CATALINA. "Consideraciones sobre el deber precontractual de información y su particularidad en la relación de consumo", en *Perspectivas del derecho del consumo*, Bogotá, Universidad Externado de Colombia, 2013, pp. 305-354.

Sentencia T-947 de 2000, M.P.: Alejandro Martínez Caballero, exp. T-291326.

VARÓN PALOMINO, JUAN CARLOS y GERMÁN DARÍO ABELLA ABONDANO. *Derechos fiduciarios y mercado de valores: reflexiones frente a la normativa colombiana*, Bogotá, Asociación de Fiduciarias y Universidad de los Andes, 2013.

VARÓN PALOMINO, JUAN CARLOS. *Portafolios de inversión: la norma y el negocio*, Bogotá, Universidad de los Andes y Temis, 2008.

ZUNZUNEGUI PASTOR, FERNANDO. "Una aproximación a la protección del inversor en el mercado de valores", en *Temas de derecho financiero contemporáneo*, Bogotá, Universidad del Rosario, 2006, pp. 190-208.

FERNANDO ZUNZUNEGUI*

La responsabilidad contractual de los prestadores de servicios de inversión

La responsabilidad contractual de los prestadores de servicios financieros es un aspecto central de la regulación financiera que no ha recibido la atención que merece. Tras la crisis financiera, los esfuerzos se han centrado en restablecer la solvencia de las entidades para garantizar el buen funcionamiento del mercado. Pero la confianza no puede retornar al mercado sin la adecuada protección del ahorrador. La decisión de invertir a través del mercado requiere cierta previsibilidad. El ahorrador quiere conocer el riesgo que asume y los remedios a su alcance ante la falta de diligencia del intermediario. En este sentido, reforzar la protección del inversor fue uno de los objetivos de la Declaración del G-20 de Washington de 15 de noviembre de 2008[1], y ha sido protagonista en la agenda de la reforma financiera de la Unión Europea[2]. Sin embargo, persiste una importante laguna. El derecho de la Unión Europea no regula los remedios ante los incumplimientos contractuales de los prestadores de servicios de inversión. Ante las infracciones a las normas de conducta solo

* Profesor de Derecho del Mercado Financiero en la Universidad Carlos III de Madrid, doctor en Derecho y licenciado en Derecho y Ciencias Económicas por la Universidad Autónoma de Madrid. Autor de diversas publicaciones sobre regulación del mercado financiero. Abogado especializado en regulación financiera, recomendado por Chambers & Partners "*as leader in their field*", administrador concursal, árbitro y asesor de inversores e instituciones del sector financiero; patrocinador y patrono de FinSalud. Ha sido presidente del Grupo de Expertos en Servicios Financieros de la Comisión Europea FIN-USE, asesor del Defensor del Pueblo en materia de regulación financiera y asesor jurídico de Iberclear cuando operaba bajo la denominación de Servicio de Compensación y Liquidación de Valores. Ha participado como asesor legal en proyectos internacionales del Banco Mundial y del Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

1 Incluye el siguiente principio para la reforma financiera: "*We commit to protect the integrity of the world's financial markets by bolstering investor and consumer protection, avoiding conflicts of interest, preventing illegal market manipulation, fraudulent activities and abuse, and protecting against illicit finance risks arising from noncooperative jurisdictions*" (*Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy*, Washington D.C., de 15 de noviembre de 2008).

2 La Comunicación de la Comisión Europea "Gestionar la recuperación europea" anuncia un programa de reforma de los mercados financieros que incluye el objetivo de "[v]elar por que los inversores, los consumidores y las PYME europeos puedan confiar en sus ahorros, en el acceso al crédito y en sus derechos en cuanto a los productos financieros. Para ello, la Comisión presentará: – Una Comunicación sobre los productos de inversión minorista para reforzar la eficacia de las medidas de protección de la comercialización" [COM(2009) 114 final, Bruselas, 4 de marzo de 2009, p. 8]; pero ha sido una protección más retórica que real en cuanto a la reparación del perjuicio sufrido por las malas prácticas financieras. Sobre la reforma de regulación financiera cfr. MOLONEY, NIAMH. *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3.ª ed., Oxford, 2014.

están previstas sanciones de derecho público[3]. Tampoco en derecho interno español existe un régimen de derecho privado sobre los incumplimientos de los prestadores de servicios de inversión.

La protección al cliente se limita a facilitar sistemas alternativos de resolución de conflictos. Pero los servicios de reclamaciones no resultan efectivos. Sus informes no son vinculantes para las entidades y suelen ser desatendidos cuando resultan favorables al cliente.

La reforma financiera quedaría incompleta sin ofrecer seguridad jurídica ante los incumplimientos de las normas de conducta. Los intermediarios desean conocer cuándo y en qué medida deben responder ante su cliente al quedar acreditado un incumplimiento de sus obligaciones. A su vez, los clientes quieren conocer los remedios que pueden utilizar ante un perjuicio sufrido en su patrimonio mobiliario.

1.1. OBJETO DEL TRABAJO

Una visión de la responsabilidad contractual de los prestadores de servicios financieros requiere identificar el contrato que vincula al prestador con el cliente. Pero ni en derecho de la Unión Europea ni en derecho interno español existe un tipo de contrato de servicios financieros. Hay normas que regulan desde la perspectiva del derecho público y de protección del usuario

3 Las "normas de conducta" en protección de la clientela se contraponen a las "normas prudenciales" que protegen la solvencia de los intermediarios. Utilizamos en este trabajo el concepto estricto de "norma de conducta" referido a las normas de conducta aplicables a quienes prestan servicios de inversión (cfr. FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, ALEJANDRO. *Las normas de conducta en el derecho del mercado de valores*, Madrid, Instituto de Estudios Económicos, 2000, p. 71), dejando de lado la digresión terminológica planteada por la doctrina que contrapone las normas de conducta (incluyendo la prevención del abuso de mercado) a las normas de protección de la clientela, encuadradas en la categoría general de normas de actuación (cfr. TAPIA HERMIDA, ALBERTO JAVIER. "La protección de la clientela en el mercado de valores", *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 1996, pp. 561-608; Íd. "Las normas de actuación en el mercado de valores", en AA.VV., ALONSO UREBA, A. y MARTÍNEZ SIMANCAS, J. (dirs.). *Instituciones del mercado financiero*, La Ley, 1999, pp. 2753-2865; Íd. *Derecho del mercado de valores*, Barcelona, Bosch, 2000, pp. 267-294; ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, CARMEN. *La disciplina de la información prevista por la normativa del mercado de valores: un cauce para la seguridad jurídica del inversor ante la actual crisis económica*, Universidad de Granada, 2011, pp. 43-47; Íd. "Las normas de actuación en el mercado de valores", *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, 2013, n.º 13, pp. 77-112; Íd. "Estudio jurídico de la ética profesional en el mercado de valores", *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 2013, n.º 129, pp. 105-125.

los diversos servicios financieros, ya sean los de pagos, de crédito al consumo, de inversiones o de seguro. Pero no hay un tipo de contrato de servicios financieros, ni siquiera una categoría a la cual aplicar un determinado régimen jurídico. Ante esta variedad de relaciones contractuales conviene delimitar la materia de estudio. Nos vamos a ceñir a los servicios de inversión por ser los que están generando el mayor número de contenciosos y de los que ya existe una rica jurisprudencia[4]. Con la crisis financiera se materializan riesgos no informados en la comercialización de productos financieros con pérdidas que afectan a cientos de miles de clientes[5]. La colocación incorrecta de participaciones preferentes, permutas financieras (*swaps*) y otros productos financieros complejos genera una abundante jurisprudencia de gran utilidad para delimitar la responsabilidad de la banca como principal prestadora de este tipo de servicios[6]. Han existido conductas oportunistas y resulta necesario en aras

4 Poco importa que se considere que han sido los bancos quienes actuaron de forma oportunista o que los oportunistas son los clientes que pretenden recuperar el dinero perdido por unas malas decisiones de inversión. Lo cierto es que los clientes reclaman y los tribunales les están dando mayoritariamente la razón. Bajo la voz "Contratos de servicios de inversión" figuran en la base de datos del CENDOJ 3.654 sentencias, 29 de ellas del Tribunal Supremo, la mayor parte favorables a las demandas de los clientes. Hasta la crisis no existían contenciosos bancarios de esta categoría, como refleja el registro cronológico general de las sentencias: 2007 (2), una de las cuales está mal clasificada –SAP Barcelona, Sección 14, n.º 523/2007, de 17 de octubre de 2007, referida a un caso de mediación inmobiliaria–, 2009 (2), 2010 (14), 2011 (45), 2012 (400), 2013 (629), 2014 (1431), 2015 –hasta 19 de agosto– (1122); y el de las sentencias del Tribunal Supremo: 2009 (1), 2010 (1), 2011 (1), 2012 (2), 2013 (4), 2014 (11), 2015 (9, hasta 19 de agosto). Este volumen de procedimientos está colapsando los juzgados y tribunales. Cfr. ZUNZUNEGUI, FERNANDO. *La prestación bancaria de servicios de inversión. Responsabilidad bancaria en la prestación de servicios de inversión y productos de riesgo*, Barcelona, Wolters Kluwer, 2015.

5 Como dice Alejandro Fernández de Araoz Gómez-Acebo, lo relevante es "poder deslindar con claridad la reclamación fundada del inversor mal asesorado y maltratado por la entidad del caso [de la] del 'inversor oportunista', que pretende que sea el banco quien 'pague los platos rotos' de la mala inversión" (en "Repensar la protección del inversor: bases para un nuevo régimen de la contratación mobiliaria", *La Ley*, n.º 8549, Sección Doctrina, 28 de mayo de 2015, p. 4, versión digital). Como dice Juan Sánchez-Calero Guilarte, "los mercados financieros han acabado por padecer una desconfianza generalizada. Y esto no es admisible": Íd., blog "Repensando la protección del inversor", 16 de febrero de 2015.

6 En el CENDOJ aparecen 3.016 sentencias sobre participaciones preferentes y 1.952 sobre swaps. Hay que advertir que el CENDOJ solo recoge una pequeña parte de las sentencias de primera instancia. Según el Informe de 27 de enero de 2015 de la Comisión de Seguimiento de Instrumentos Híbridos de Capital y Deuda Subordinada, solo contra Bankia y Catalunya Caixa (CX) "se han planteado un total de 27.232 demandas por un importe de 1.724 millones de euros".

de la seguridad jurídica marcar los límites a esas conductas y establecer los remedios ante los incumplimientos.

1.2. METODOLOGÍA

El método que vamos a utilizar es el tradicional que marcara a todos los juristas Cesare Vivante. Hay que estudiar la práctica mercantil, dominada por grandes leyes económicas, y hacer del estudio del derecho una ciencia de observación[7]. "Estudiando el derecho vivo en vez del derecho inerte, literalizado en los Códigos", como dijera Joaquín Garrigues[8]. Lo que se ha denominado "*law in action*" frente a "*law in books*"[9]. De conformidad con este método, hay que partir de la realidad descubierta por la crisis y de la aplicación de las normas recogidas en la abundante jurisprudencia para analizar la responsabilidad de los prestadores de servicios de inversión. Surge así un derecho privado europeo regulatorio de los servicios financieros, en una interacción entre el derecho público y el derecho privado, entre la regulación financiera de origen comunitario y el derecho contractual de los Estados miembros[10].

Pero antes de examinar la responsabilidad contractual debemos identificar el derecho aplicable a la relación contractual.

2. DERECHO APLICABLE

Los tres pilares sobre los que se asienta el sistema de contratación financiera son la regulación financiera de carácter administrativo, el derecho privado contractual y el derecho del consumo[11]. El primero procede de los reglamentos y

La iniciativa de una asociación de afectados, ASUFIN, permite acceder al contenido de muchas de las sentencias de primera instancia.

7 Cfr. VIVANTE, CESARE. *Trattato di diritto commerciale*, vol. I, Torino, 1893, prefacio, p. VI.

8 GARRIGUES, JOAQUÍN. *Hacia un nuevo derecho mercantil (Escritos, lecciones y conferencias)*, Madrid, 1971, p. 20. Esta metodología ha sido asumida por la STS, Sala de lo Contencioso, de 10 de julio de 2015, que en un procedimiento sancionador considera que no es razonable una interpretación "literalista" de la normativa financiera, en concreto del reglamento de opas.

9 PERRONE, ANDREA y VALENTE, STEFANO. "Against All Odds: Investor Protection in Italy and the Role of Courts", *European Business Organization Law Review*, March 2012, vol. 13, n.º 1, p. 32.

10 MICKLITZ, HANS-WOLFGANG. "The Public and the Private – European Regulatory Private Law and Financial Services", *European Review of Contract Law*, 2014, 10 (4), p. 475.

11 En opinión de Fernández de Araoz Gómez-Acebo, estamos ante un "caleidoscopio norma-

directivas de la Unión Europea que regulan, desde la perspectiva del derecho público, el acceso a las profesiones financieras y su supervisión con el fin de asegurar el buen funcionamiento del mercado y la protección de los clientes. El segundo corresponde al derecho privado de los Estados miembros aplicable a los prestadores de servicios de inversión[12]. Y, por fin, el tercero, es el derecho del consumo que protege a los clientes que tengan la condición de consumidores, en buena medida de origen comunitario.

El planteamiento inicial en la relación entre la regulación financiera y el derecho contractual parte de la consideración de que estamos ante ámbitos paralelos, separados y en algún punto complementarios, sin descartar en alguna materia la sustitución de las soluciones de derecho privado por las que ofrece la técnica de la regulación financiera[13]. No obstante, la tendencia es hacia una integración de la regulación financiera con el derecho privado de los Estados miembros. La creación de un mercado financiero único con autoridades de supervisión europeas afecta a esta relación y cada vez existe mayor interacción entre la regulación financiera y el derecho privado que se aplica a los contratos financieros.

Así, el modelo de integración entre el derecho contractual y la normativa sectorial financiera es el prevalente en la jurisprudencia española. La STS 467/2015 lo expresa con claridad en un caso de asesoramiento en la adquisición

tivo" (en "Repensar la protección del inversor: bases para un nuevo régimen de la contratación mobiliaria", cit., p. 22), y propone una "unificación del régimen de la contratación mobiliaria, que sea de aplicación preferente a cualquier otro régimen, y que aborde tanto sus aspectos sustantivos como los procesales". Es decir, se muestra partidario de la integración entre el derecho privado contractual y las normas de conducta financiera.

12 Teniendo en cuenta que la jurisprudencia española al resolver los contenciosos sobre la prestación de servicios de inversión aplica los Principios de Derecho Europeo de los Contratos, por ejemplo en cuestiones tan importantes como la determinación del plazo de caducidad de la acción. Cfr. STS Pleno 769/2014, en doctrina seguida por la 376/2015, que confirma el criterio de que "el cómputo del plazo de ejercicio, salvo expresa disposición que establezca lo contrario, no puede empezar a computarse al menos hasta que se tiene o se puede tener cabal conocimiento de la causa que justifica el ejercicio de la acción"; citando que tal principio se halla recogido en el artículo 4:113 de los Principios de Derecho Europeo de los Contratos; para concluir que "no puede privarse de la acción a quien no ha podido ejercitarla por causa que no le es imputable, como es el desconocimiento de los elementos determinantes de la existencia del error en el consentimiento".

13 Cfr. CHEREDNYCHENKO, OLHA O. "Contract Governance in the EU: Conceptualising the Relationship between Investor Protection Regulation and Private Law", *European Law Journal* (ELJ), 2015, vol. 21, n.º 4, pp. 500-520, passim.

de un bono estructurado emitido por un banco islandés que se vio perjudicado tras la quiebra del emisor. Según esta sentencia, las normas sobre el mandato (art. 1729 CC) y la comisión mercantil (art. 269 C.Co.), se entienden integradas, en una relación contractual como la concertada por las partes en su contrato de asesoramiento financiero y orden de movilización de valores, por la normativa sectorial aplicable en aquel momento, de las cuales deriva un "elevado estándar en las obligaciones de actuación de buena fe, prudencia e información por parte de las empresas de servicios de inversión respecto de sus clientes". A su vez la STS 400/2015 también integra criterios técnicos propios de los supervisores financieros a la hora de enjuiciar el cumplimiento de los estándares de diligencia exigibles a un gestor discrecional de carteras que había adquirido para una sociedad de inversión participaciones en un fondo afectado por el fraude Madoff.

Según esta sentencia, la "diligencia de la gestora no puede medirse por el resultado de la inversión sino por la observancia de los parámetros profesionales exigibles"[14]. De este modo integra la buena fe y la diligencia que debe presidir la actuación del comisionista, con criterios técnicos propios de la regulación financiera.

Hay además una fuerte incidencia del derecho del consumo en el sistema de la contratación financiera. De hecho, la regulación financiera europea se entronca en las normas de protección de consumidor, y el derecho privado de los Estados miembros se aplica teniendo muy en cuenta el derecho del consumo. En este sentido, la legislación del crédito al consumo, de los servicios de pagos y de la contratación a distancia de servicios financieros va destinada a proteger a los "consumidores financieros" personas físicas que, en los servicios de pagos, contratos a distancia o de crédito al consumo, actúan con un propósito ajeno a su actividad empresarial o profesional[15].

No obstante, en la Unión Europea se considera que los servicios financieros forman parte de un sector específico alejado del núcleo básico de la protección

14 Para concluir que "la diligencia de la gestora discrecional de carteras de inversión ha de ponerse en relación con el global de las inversiones realizadas por cuenta de su cliente, no siendo correcto considerar aisladamente una inversión concreta que no llegaba siquiera a la vigésima parte de la inversión total y cuya pérdida queda compensada de sobra con las ganancias obtenidas".

15 Cfr. art. 2.1 Ley 16/2011, de 24 de junio, de contratos de crédito al consumo; arts. 2.11 y 37.4 Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de servicios de pago; y art. 5, final, Ley 22/2007, de 11 de julio, sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores.

de los consumidores y usuarios. En este sentido, la directiva europea sobre los derechos de los consumidores no se aplica a los servicios financieros[16]. Luego, en principio, los derechos básicos de los consumidores no incluyen la protección del consumidor financiero, que tiene una legislación específica. Si bien, en España, el Tribunal Supremo español ha reconocido que la existencia de una normativa bancaria de transparencia y protección de los consumidores no es óbice para que también sea aplicable la legislación general de protección de los consumidores. Lo que falta es la debida coordinación entre el derecho del consumo y la regulación financiera.

Como resultado de la diversidad de fuentes y de la notable integración del derecho contractual con las soluciones que proporciona la regulación financiera nos encontramos ante una superación del paradigma de la información como mejor forma de proteger al cliente y asegurar el buen funcionamiento del mercado con un enfoque más cercano a la realidad que monitoriza la conducta de los intermediarios y delimita la relación banco-cliente. Es un enfoque que se ha calificado de paternalista al proteger al cliente de su propia conducta, no siempre racional. Aunque desde otra perspectiva podemos considerar que estamos ante un enfoque realista, fruto de la experiencia, que responde a un mercado en el que los intermediarios tienen comportamientos oportunistas que hay que corregir[17].

16 Art. 3.3.d) Directiva 2011/83/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de octubre de 2011, sobre los derechos de los consumidores.

17 Las autoridades y la propia industria reconocen que las malas prácticas como patrón de conducta dañan la confianza y hacen insostenible el actual modelo de banca (cfr. GROUP OF THIRTY. "Banking Conduct and Culture: A Call for Sustained and Comprehensive Reform", Washington, D.C., julio 2015; NOUY, DANIÉLE (BCE). "Towards a New Age of Responsibility in Banking and Finance: Getting the Culture and the Ethics Right", Frankfurt, 23 de noviembre de 2015; LLEWELLYN, DAVID T. "Reforming the Culture of Banking: Restoring Trust and Confidence in Banking", *Journal of Financial Management Markets and Institutions*, 2015, vol. 2, n.º 2, pp. 221-235. Por esta razón se propone un cambio cultural pues "hacer lo correcto es bueno para el negocio" [ROLDÁN ALEGRE, JOSÉ M.ª (Presidente AEB). "Cultura bancaria: por qué es relevante y cuáles son sus implicaciones prácticas", en XI Encuentro del Sector Bancario, IESE, Madrid, 10 de diciembre de 2015, p. 4; tras publicarse la propuesta de un "Decálogo para el cambio de cultura bancaria" (disponible en: http://www.rdmf.es/2015/12/06/decalogo-para-el-cambio-de-cultura-bancaria/)]. Como dice Luis Fernando López Roca: "La confianza en el sector financiero constituye su activo principal" (en *El principio de igualdad en la actividad financiera*, Bogotá, Universidad Externado, 2012, p. 21).

2.1. UNIÓN EUROPEA

Como consecuencia de la crisis financiera, en la Unión Europa se han aprobado varias normas orientadas a proteger al inversor. Con este objetivo se ha revisado la MiFID, para regular la venta y el asesoramiento (MiFID II), con la novedad de que por vez primera se dota expresamente a los supervisores de la capacidad para prohibir la comercialización de instrumentos financieros que pueda perjudicar al inversor o amenace el buen funcionamiento del mercado (MiFIR)[18]. A su vez, en otro reglamento (PRIIPS Regulation)[19] se incluyen medidas sobre el asesoramiento y el proceso de venta, en muchos casos determinante para la elección del inversor. Según este reglamento, la comercialización de productos de inversión empaquetados o basados en seguros entre inversores minoristas debe ir acompañada de un documento breve, sin tecnicismos, de datos fundamentales elaborado por el fabricante del producto.

En este ámbito, la Comisión Europea está facultada para elaborar normas técnicas sobre distintos aspectos de la organización interna de los prestadores de servicios de inversión y sobre mejor ejecución de órdenes de los clientes[20]. A su vez, la Autoridad Europea de Mercado y Valores (ESMA, por sus siglas en inglés) está facultada para dictar directrices sobre prácticas de venta cruzada y evaluación de instrumentos financieros[21]. En este sentido, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) puede elaborar guías técnicas y hacer suyas las que aprueben los organismos internacionales de regulación y supervisión del mercado de valores[22].

18 En concreto, cuando "suscitan una preocupación significativa en cuanto a la protección del inversor o suponen una amenaza para el funcionamiento ordenado y la integridad de los mercados financieros o de los mercados de materias primas o para la estabilidad de la totalidad o de parte del sistema financiero" (art. 42.2 Reglamento (UE) 600/2014, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros, conocido como MiFIR).

19 Reglamento UE 1286/2014, de 26 de noviembre de 2014, sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista vinculados y los productos de inversión basados en seguros.

20 Arts. 17.7 y 27.10 MiFID II. Como dice el parágrafo 156 del preámbulo de MiFID II: "Las normas técnicas en el terreno de los servicios financieros deben garantizar una armonización coherente y una protección adecuada de los inversores, incluidos los que invierten en depósitos estructurados, y los consumidores en toda la Unión".

21 Arts. 24.11 y 25.10 MiFID II.

22 Art. 21.3 TRLMV.

2.2. DERECHO INTERNO

En España, las empresas que prestan servicios de inversión deben cumplir las obligaciones que les vienen impuestas por el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores aprobado por Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre (TRLMV), dado que según lo dispuesto en el artículo 259 C.Co. dichas normas integran el contenido del contrato[23]. Este artículo reza: "El comisionista deberá observar lo establecido en las Leyes y Reglamentos respecto a la negociación que se le hubiere confiado, y será responsable de los resultados de su contravención u omisión"[24]. Entre estas normas destacan las recogidas en el capítulo I del título VII del TRLMV sobre normas de conducta aplicables a quienes prestan servicios de inversión[25]. De conformidad con el artículo 202 TRLMV, quienes prestan servicios de inversión deben respetar las normas de conducta del citado capítulo, los códigos de conducta que se aprueben en su desarrollo reglamentario y las normas contenidas en sus propios reglamentos internos de conducta.

Las normas de conducta aplicables a quienes prestan servicios de inversión contenidas en el TRLMV proceden en buena medida de la transposición de MiFID I. La jurisprudencia analiza su naturaleza controvertida: "En principio son normas que regulan principalmente aspectos jurídico-públicos relacionados

23 Así lo destaca Alberto Javier Tapia Hermida (en "Las normas de actuación en el mercado de valores", en ALONSO UREBA, A. y MARTÍNEZ SIMANCAS, J. (dirs.), *Instituciones del mercado financiero*, La Ley, 1999, pp. 2818 y 2819), quien considera que las normas de conducta constituyen "el primer límite externo a la autonomía de la voluntad", de cuyo incumplimiento "nace en el intermediario una obligación de indemnizar los daños y perjuicios causados".

24 Aunque en ocasiones es el propio TRLMV quien integra en el contrato de intermediación las normas de conducta. Así, el artículo 69.4 TRLMV establece que los miembros del mercado "se atendrán a las obligaciones contempladas en los artículos 209 a 218 y 221 a 224, en relación con sus clientes cuando, actuando por cuenta de éstos, ejecuten sus órdenes en un mercado secundario oficial", con remisión a las normas de conducta del título VII relativas a las obligaciones de información, registro de contratos y obligaciones relativas a la gestión y ejecución de órdenes.

25 Según el Tribunal Supremo las normas de conducta están "presididas por la obligación de dar absoluta prioridad al interés del cliente (art. 79), lo que se traduce, entre otras, en la obligación del gestor de informar al cliente de las condiciones del mercado bursátil, especialmente cuando y no obstante la natural inseguridad en el comportamiento del mercado de valores se prevean alteraciones en el mismo que puedan afectar considerablemente a la cartera administrada, y así en el artículo 255 del Código de Comercio impone al comisionista la obligación de consultar lo no previsto, y el artículo 260 dispone que el comisionista comunicará frecuentemente al comitente las noticias que interesen al buen éxito de la negociación" (STS de 11 de julio de 1998).

con la actuación de las empresas que actúan en el mercado de valores, pero tienen incidencia directa en el contenido jurídico-privado del contrato"[26]. En este sentido, "integran el contenido preceptivo de la llamada '*lex privata*' o '*lex contractus*' que nace al celebrar, con sus clientes, los contratos para los que aquellos están previstos. Se trata de estándares o modelos de comportamiento contractual, impuestos, por la buena fe, a las prestadoras de tales servicios y, al fin, de deberes exigibles a la misma por el otro contratante –artículos 1258 del Código Civil y 57 del Código de Comercio–"[27].

En otras palabras, son normas que "conforman, delimitan y definen la actuación de dichas entidades en las fases de formación, perfección y consumación de los negocios jurídicos concluidos con sus clientes y precisan y concretan el contenido, alcance, ámbito y extensión de sus obligaciones contractuales"[28].

El derecho del mercado financiero es una rama del derecho en formación en la que los principios generales del derecho ocupan un lugar central en su sistema de fuentes. Como es sabido, los principios generales del derecho son conceptos jurídicos indeterminados que se aplican en defecto de ley o costumbre (art. 1.4 CC). Y entre ellos destaca por su función informadora de la contratación financiera el principio de buena fe, concretado en el artículo 208.1 TRLMV como el deber de "comportarse con diligencia y transparencia en interés de sus clientes". Son deberes generales de conducta que son concretados para cada servicio de inversión con obligaciones legales que integran el contenido del contrato.

Los deberes de diligencia y transparencia recogidos en el artículo 208.1 TRLMV son verdaderos principios generales del derecho del mercado de valores, pues cumplen las tres funciones que la doctrina destaca para caracterizar este tipo de principios: fundamentan la ordenación financiera, orientan la labor de interpretación de la ley y suplen las lagunas de la ley. Estos principios operan tanto en las relaciones con la Administración como en las relaciones de las entidades financieras con su clientela. El ahorrador confía en que las autoridades administrativas van a ejercer sus competencias protegiendo sus intereses y garantizando la transparencia del mercado.

La buena fe es un principio mercantil que se aplica a quienes intervienen en los contratos financieros (art. 57 C.Co.). Es la atmósfera en la que se

26 STS Pleno 244/2013.

27 STS Pleno 243/2013, y posteriores SSTS 626/2013 y 41/2014.

28 SAP Madrid, Sección 25, 28 de diciembre de 2012.

perfeccionan y ejecutan los contratos bancarios y bursátiles. Recordemos que la confianza es el valor básico de la actividad financiera. Pero junto a este principio general del derecho convive en el mercado financiero el deber de actuar con diligencia y transparencia en interés del cliente. De tal modo que en el mercado financiero, la buena fe queda perfilada a través de estos deberes de conducta que deben cumplir las entidades financieras en sus relaciones con la clientela.

La jurisprudencia parte del principio general de que "todo cliente debe ser informado por el banco, antes de la perfección del contrato, de los riesgos que comporta la operación especulativa de que se trate", que inserta en las exigencias de la buena fe y que concreta en las obligaciones de conocer la cliente y proporcionarle información de manera comprensible[29]. En suma, la empresa de servicios de inversión está obligada a proporcionar una información correcta sobre los servicios e instrumentos financieros, "no solo porque se trate de una exigencia derivada de la buena fe en la contratación, sino porque lo impone la normativa sobre el mercado de valores, que considera que esos extremos son esenciales y que es necesario que la empresa de inversión informe adecuadamente sobre ellos al cliente"[30].

Desde el punto de vista administrativo, el incumplimiento de estos deberes de conducta constituye una infracción administrativa[31]. Desde la perspectiva contractual, su aplicación exige la difícil tarea de formular la norma inspirada en aquellos valores que resulta de aplicación[32], o más bien, identificar la concreta obligación aplicable al supuesto de hecho. En unos casos, la norma de aplicación formula expresamente la buena fe[33]. Pero lo habitual en el mercado

29 Según dice la STS 323/2015: "Este principio general es una consecuencia del deber general de actuar conforme a las exigencias de la buena fe, que se contiene en el art. 7 CC y en el derecho de contratos de nuestro entorno económico y cultural, en concreto en el art. 1:201 de los Principios de Derecho Europeo de Contratos. Este genérico deber de negociar de buena fe conlleva el más concreto de valorar los conocimientos y la experiencia en materia financiera del cliente, para precisar qué tipo de información ha de proporcionársele en relación con el producto de que se trata, y en su caso emitir un juicio de conveniencia o de idoneidad, y, hecho lo anterior, proporcionar al cliente información acerca de los aspectos fundamentales del negocio, entre los que se encuentran los concretos riesgos que comporta el instrumento financiero que se pretende contratar".

30 STS, Pleno, 460/2014.

31 Cfr. art. 296.5, inciso final, TRLMV, mal rubricado como "Infracciones por incumplimiento de medidas de organización interna y de las exigencias prudenciales".

32 Cfr. STS 21-IV-1988.

33 Así sucede en el artículo 11.2 TRLMV, que prescribe la irreivindicabilidad de los valores anotados

financiero es que la estandarización de la conducta de las entidades procede de las obligaciones de conducta enunciadas en la ley y desarrolladas con todo detalle en los reglamentos, con la concreción ulterior de los criterios técnicos de los supervisores financieros. De tal forma que queda poco espacio a la buena fe como principio delimitador de conductas en el mercado financiero, lo cual contribuye a la seguridad jurídica y a la previsibilidad de los incumplimientos. Así, el juez que conoce sobre un contencioso entre un banco y un cliente podrá encontrar un desarrollo reglamentario o un criterio del supervisor que le permita resolver la controversia sin necesidad de acudir a la aplicación de la buena fe como principio general del derecho.

3. LOS SERVICIOS DE INVERSIÓN COMO CATEGORÍA CONTRACTUAL

Los servicios de inversión son una categoría de contratos a los que se aplica el sistema MiFID de regulación financiera[34]. Es una categoría contractual que se rige por las disposiciones específicas recogidas en la legislación del mercado de valores y en su desarrollo reglamentario, del que forman parte los criterios técnicos de los supervisores financieros, cuya violación es fuente de responsabilidad contractual. En este sentido, las obligaciones de los prestadores de servicios de inversión son determinadas por ESMA y los supervisores nacionales. Es una categoría en la que la técnica configura el contenido del contrato con el que se presta el correspondiente servicio de inversión. Los criterios técnicos de los supervisores sirven para estandarizar el contenido del contrato y delimitar la responsabilidad contractual, dotando de seguridad jurídica a este sector de la contratación financiera.

---

adquiridos a título oneroso por un tercero, "a no ser que en el momento de la adquisición haya obrado de mala fe o con culpa grave". También en la comercialización a distancia de servicios financieros, en la que el proveedor del servicio debe respetar en el suministro de información al consumidor "los principios de la buena fe en las relaciones comerciales" (art. 7.2 Ley 22/2007).

34 Por "Sistema MiFID" nos referimos a la Directiva 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID I) y a su aplicación a través de la Directiva 2006/73/CE, relativa a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión, y del Reglamento (CE) 1287/2006, de 10 de agosto de 2006, relativo a las obligaciones de las empresas de inversión de llevar un registro, la información sobre las operaciones, la transparencia del mercado y la admisión a negociación de instrumentos financieros. Este sistema se ha visto actualizado por la Directiva 2014/65/UE, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID II).

Los servicios de inversión no constituyen un tipo de contrato diferenciado de los contratos de derecho común. El sistema MiFID se limita a encuadrar las actividades profesionales que tienen lugar en el mercado de valores bajo el concepto de "servicios de inversión". Sistema seguido por la ley española que tampoco define un contrato de servicios de inversión.

En el sistema legal ni siquiera existe una definición legal de "servicios de inversión". La ley se limita a enumerar las actividades que son consideradas servicios de inversión, con el fin de regular el acceso al mercado y disciplinar la actuación de las entidades prestadoras de tales servicios.

La lista de servicios y actividades de inversión que recoge el Anexo I de la MiFID II incluye los siguientes: 1) Recepción y transmisión de órdenes de clientes en relación con uno o más instrumentos financieros; 2) Ejecución de órdenes por cuenta de clientes; 3) Negociación por cuenta propia, 4) Gestión de carteras y 5) Asesoramiento en materia de inversión, en los que vamos a centrar nuestra atención[35]. La principal función de esta enumeración es la delimitación de las actividades reservadas a las empresas habilitadas para su ejercicio. La prestación habitual de estos servicios está reservada a las empresas de servicios de inversión y a las entidades de crédito, entre las que se encuentran los bancos.

Desde esta perspectiva, "servicio de inversión" es una categoría contractual que permite aplicar el régimen legal protector de los inversores y del buen funcionamiento del mercado. Los servicios de inversión conforman una categoría pero no constituyen un tipo de contrato.

Cada uno de los servicios de inversión se corresponde con el tipo de contrato de derecho común que mejor responda a su función económica y al interés buscado por los contratantes. La actividad de recepción de órdenes para su ejecución en el mercado es una actividad de intermediación propia del mandato mercantil a la que le resultan de aplicación las normas de la comisión del Código de Comercio. La gestión de carteras es un contrato de prestación de servicios con poder de representación. El asesoramiento de inversiones es un servicio informativo. El contrato de intermediación, en el que vamos a concentrar nuestra atención, es el que mejor se ajusta a una categoría general.

---

35 También incluye este anexo servicios de inversión que se prestan a los emisores: 6) Aseguramiento de instrumentos financieros o colocación de instrumentos financieros sobre la base de un compromiso firme; 7) Colocación de instrumentos financieros sin base en un compromiso firme; y servicios que consisten en la gestión de centros de contratación: 8) Gestión de SMN; 9) Gestión de SOC.

El sistema MiFID distingue los contratos de asesoramiento de inversiones y gestión de carteras del resto de los servicios de inversión. Considera que el asesoramiento y la gestión de carteras constituyen contratos de especial peligrosidad. En estos contratos el cliente se deja llevar de la opinión del asesor o se pone en manos del gestor. Ante la mayor vulnerabilidad del cliente que utiliza estos servicios se refuerza la obligación de conocer al cliente a través de un test de idoneidad más amplio que el de conveniencia aplicable al resto de los servicios de inversión. Este régimen diferenciado agrava la responsabilidad del asesor y del gestor en relación con el mero intermediario. Por esta razón, una cuestión esencial en los contenciosos que se plantean en los tribunales es acreditar la existencia de asesoramiento o de gestión, pues de existir estas relaciones contractuales el estándar de responsabilidad es más elevado.

4. *ITER* CONTRACTUAL

El esquema de contratación en la prestación de servicios de inversión responde a un *iter* contractual que pasa por diversas fases. La fase preliminar se inicia o se debería iniciar con la suscripción por parte del cliente de un contrato marco, tras lo cual el cliente debe ser clasificado y evaluado por la entidad con el fin de ofrecerle instrumentos adecuados. La fase de adquisición del instrumento financiero tiene lugar tras recibir la orden del cliente, mediante su ejecución en el mercado a través de los sistemas de contratación. Liquidada la operación se realizarán los correspondientes abonos y cargos en las cuentas del cliente en el marco de los servicios auxiliares de pagos y de custodia de valores.

4.1. CONTRATO MARCO

Según el sistema MiFID, los prestadores de servicios de inversión deben celebrar un contrato básico por escrito que establezca los derechos y obligaciones esenciales de la empresa prestadora y del cliente[36]. Esta exigencia presupone que, antes de prestar el servicio, la entidad debe suscribir con el cliente un contrato marco de carácter normativo y funcional en que se recojan las previsiones contractuales que se aplicarán en caso de que el cliente contrate algún servicio de inversión[37]. Según el reglamento, "los derechos y obligaciones de las partes podrán incluirse mediante una referencia a otros documentos o textos legales"[38]. De este modo, las obligaciones legales quedan incorporadas al contenido del contrato. Luego la responsabilidad de los prestadores de servicios de inversión surge del incumplimiento de obligaciones legales y contractuales.

4.2. CLASIFICACIÓN DEL CLIENTE

Antes de prestar servicios de inversión, las entidades deben clasificar a los clientes. El sistema MiFID distingue los clientes de las contrapartes elegibles. Son contrapartes elegibles las entidades financieras y organismos públicos enumerados en la ley[39]. A su vez, la ley distingue entre clientes profesionales y minoristas: "Tendrán la consideración de clientes profesionales aquéllos a quienes se presuma la experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar correctamente sus riesgos"[40]. A su vez: "Se considerarán clientes minoristas todos aquellos que no sean profesionales"[41]. De tal modo que se presume que todo cliente es minorista, y como tal carente de la experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar correctamente sus riesgos, salvo que haya sido clasificado de profesional.

4.3. EVALUACIÓN DEL CLIENTE

La empresa prestadora de servicios de inversión tiene la obligación de evaluar al cliente, debiendo asegurarse en todo momento de que dispone de toda la información necesaria de cada uno de sus clientes. La amplitud de la evaluación dependerá del servicio que preste, del instrumento sobre el que lo

36 Art. 19.7 MiFID I, desarrollado por art. 39 Directiva 2006/73/CE; art. 25.5 MiFID II, salvo para el asesoramiento a clientes minoristas. Esta previsión ha sido recibida en el derecho interno español en el artículo 218 TRLMV, según el cual los prestadores de servicios de inversión deben llevar un registro de los contratos que concreten los derechos y obligaciones de las partes y las demás condiciones de prestación del servicio, siendo obligatorio que los contratos con clientes minoristas consten por escrito. De hecho, la incorporación al registro presupone que el contrato conste por escrito o en soporte equivalente. El registro del contrato marco deberá mantenerse mientras dure la relación con el cliente (art. 32.1 RD 21/2008).

37 Como excepción, para prestar asesoramiento de inversiones no se exige contrato previo, basta la constancia por escrito de la recomendación personalizada.

38 Art. 75 del RD 217/2008.

39 Cfr. art. 207 TRLMV.

40 Según el art. 205.1 TRLMV.

41 Art. 204 TRLMV.

preste y de la categoría del cliente. Es más amplia en la gestión de carteras y en el asesoramiento de inversiones, por ser negocios fiduciarios en los que el cliente se pone en manos del profesional del mercado. Queda excluida en la mera ejecución sobre instrumentos simples, como son las acciones cotizadas en bolsa, cuando la iniciativa es del cliente en las condiciones reglamentadas.

La evaluación del cliente es una obligación de información pasiva (*know your customer*)[42]. La evaluación debe realizarse a través de cuestionarios, conocidos como "test MiFID". Según dice el Tribunal Supremo:

> … la normativa MiFID impone a la entidad financiera otros deberes que guardan relación con el conflicto de intereses en que incurre en la comercialización de un producto financiero complejo y, en su caso, la prestación de asesoramiento financiero para su contratación. En el primer caso, en que la entidad financiera opera como simple ejecutante de la voluntad del cliente, previamente formada, la entidad debe valorar los conocimientos y la experiencia en materia financiera del cliente, y evaluar si es capaz de comprender los riesgos que implica el producto o servicio de inversión que va a contratar, mediante el denominado test de conveniencia. En el segundo, si el servicio prestado es de asesoramiento financiero, además de la anterior evaluación, la entidad debería hacer un informe sobre la situación financiera y los objetivos de inversión del cliente, para poder recomendarle ese producto, por medio del llamado test de idoneidad (STS Pleno 840/2013).

Esta doctrina considera que la evaluación del cliente cumple el objetivo de salvar la asimetría informativa. Se aferra al paradigma de la información como mejor forma de proteger al cliente y de asegurar la autonomía de la voluntad. Pero el objetivo de la evaluación es proteger al cliente contra sí mismo. Por esta razón, cuando el resultado del test de idoneidad es negativo la entidad tiene prohibido recomendar el producto o incluirlo en la cartera que gestiona. Si se trata de una mera intermediación deberá advertir de la falta de conveniencia. Es el banco prestador del servicio quien evalúa al cliente y decide sobre la idoneidad o conveniencia del producto. El cliente es un sujeto pasivo sometido a la evaluación. Cuando hay asesoramiento o gestión ni siquiera se le da la oportunidad de adquirir el producto.

42 Prevista en los arts. 212 a 216 TRLMV, desarrollados por los arts. 72 a 74 del capítulo II del título IV del RD 217/2008, y por la Circular 3/2013, de la CNMV.

4.4. OFERTA ADECUADA

Tras la clasificación y evaluación, la entidad podrá ofrecer al cliente instrumentos o servicios adecuados a su perfil, con obligación de abstenerse de ofrecer instrumentos inadecuados[43]. En cualquier caso la oferta de un instrumento incoherente con el perfil del cliente exige un aviso de riesgo que le permita ponerse en guardia. Como dice la sentencia del Pleno del Tribunal Supremo 244/2013:

> Lo relevante es que ese *plus* de buena fe y diligencia que ha de observarse por la empresa que actúa en el mercado de valores exige que esta ponga de manifiesto al cliente la incoherencia existente entre el perfil de riesgo elegido (que por los términos en que se define: riesgo muy bajo, bajo, medio, alto o muy alto, es fácilmente comprensible) y los productos de inversión aceptados por el cliente (productos cuya comprensión cabal exige conocimientos expertos en el mercado de valores) y de este modo asegurarse que la información facilitada al cliente es clara y ha sido entendida.

4.5. OBLIGACIÓN DE INFORMAR

La oferta al cliente debe ser una oferta con información suficiente para que el cliente pueda comprender los riesgos del instrumento o servicio y tomar una decisión con conocimiento de causa[44]. Según el Tribunal Supremo: "La normativa que rige la contratación de productos y servicios de inversión impone a las empresas que operan en este mercado un estándar muy alto en el deber de información a sus clientes"[45].

La jurisprudencia contrapone los mercados de bienes tangibles, en los que las partes están en un plano de igualdad y no se impone a una parte la

43 Cfr. NATOLI, ROBERTO. *Il contratto "adeguato". La protezione del cliente nei servizi di credito, di investimento e di assicurazione*, Milano, Giuffrè, 2012, para quien el intermediario, con el fin de superar el déficit cognitivo implícito en la complejidad de los servicios financieros, "*deve offrire ai clienti assistenza e cooperazione*" (p. 77).

44 Cfr. HERNÁNDEZ PAULSEN, G. *La obligación precontractual de la entidad de crédito de informar al cliente en los servicios bancarios y de inversión*, Madrid, 2014, cuyo objetivo es proporcionar un *núcleo de información especialmente relevante*, en *interés del cliente* factor principal de la regulación, en un ámbito de *transparencia y competencia eficiente*.

45 STS, Pleno, 769/2014.

obligación de informar, a los mercados financieros, en los que la ley impone la obligación de informar al prestador del servicio de inversión[46].

La obligación de informar no se agota en el suministro de la información. Según la doctrina jurisprudencial, la obligación de información que establece la normativa legal "es una obligación activa, no de mera disponibilidad"[47]. No es suficiente con la mera puesta a disposición del cliente de una información sobre el instrumento o servicio. El prestador tiene la obligación de asistir al cliente en la toma de decisión. Debe verificar que el cliente comprende el instrumento o servicio y toma una decisión informada[48].

Según la jurisprudencia: "Es indudable la importancia de la información, imparcial, clara y no engañosa, que deben proporcionar a sus clientes las entidades que prestan servicios de inversión, a fin de que aquellos comprendan su naturaleza y conozcan los riesgos que conlleva" (STS 447/2014). La información al cliente debe ser comprensible y adecuada, objetivos que se consiguen cuando es "imparcial, clara y no engañosa" (cfr. art. 209.2 TRLMV). En este sentido, la "información deberá ser exacta y no destacará los beneficios potenciales de un servicio de inversión o de un instrumento financiero sin indicar también los riesgos pertinentes, de manera imparcial y visible", de un lado, y "no ocultará, encubrirá o minimizará ningún aspecto, declaración o advertencia importantes", de otro[49].

La entidad debe gestionar los conflictos de interés presentando una información imparcial, no sesgada. Por ejemplo, existe un conflicto cuando la entidad presta el servicio de colocación de valores por cuenta del oferente o trata de colocar productos propios. En estos casos debe primar el interés del cliente a recibir una información imparcial sobre el afán comercializador.

Por otro lado, la información debe ser comprensible atendiendo al perfil del cliente. Se deben evitar tecnicismos. En este sentido, el Gobierno y la CNMV han desarrollado, a petición del Defensor del Pueblo, un sistema de clasificación de los productos por colores, para que, como ocurre con los semáforos, el cliente reciba información clara y comprensible sobre la conveniencia o no de contratar el producto[50].

La información comprende todas las fases de la contratación. Debe informarse del servicio que se presta, expresando si además de la intermediación se está prestando el servicio de asesoramiento, y sobre la naturaleza del instrumento y sus costes asociados. Por ejemplo, es difícil llegar a comprender un instrumento derivado si no se desvelan las comisiones implícitas que se generan en el momento de la contratación.

4.6. ACTUACIONES SINGULARES

En el ámbito del contrato marco, el prestador queda obligado a aceptar y ejecutar las órdenes recibidas del cliente o a realizar los actos de asesoramiento o gestión acordados. Estas actuaciones constituyen en sí mismas contratos a los que se aplica su propio régimen jurídico[51]. Pueden ser mandatos de compra, asesoramientos o mandatos de gestión. La responsabilidad contractual del prestador surge tanto de incumplir el contrato marco como del incumplimiento del contrato de actuación. Por ejemplo, el prestador puede responder tanto

---

46 En este sentido: "Cuando no existe la obligación de informar, la conducta omisiva de una de las partes en la facilitación de información a la contraria no genera el error de la contraparte, simplemente no contribuye a remediarlo, por lo que no tiene consecuencias jurídicas [...]. Pero cuando, como ocurre en la contratación en el mercado de valores, el ordenamiento jurídico impone a una de las partes un deber de informar detallada y claramente a la contraparte sobre las presuposiciones que constituyen la causa del contrato, como es el caso de los riesgos en la contratación de productos y servicios de inversión, y le impone esa obligación con carácter previo a la celebración del contrato y con suficiente antelación, lo que implica que debe facilitar la información correcta en la promoción y oferta de sus productos y servicios y no solamente en la documentación de formalización del contrato mediante condiciones generales, para que el potencial cliente pueda adoptar una decisión inversora reflexiva y fundada [...], en tal caso, la omisión de esa información, o la facilitación de una información inexacta, incompleta, poco clara o sin la antelación suficiente, determina que el error de la contraparte haya de considerarse excusable, porque es dicha parte la que merece la protección del ordenamiento jurídico frente al incumplimiento por la contraparte de la obligación de informar de forma veraz, completa, exacta, comprensible y con la necesaria antelación que le impone el ordenamiento jurídico" (STS, Pleno, 769/2014).

47 STS, Pleno, 244/2013, reiterada en STS 769/2014.

48 Cfr. FERRANDO VILLALBA, MARÍA DE LOURDES. "Preferentes y otros instrumentos financieros de riesgo: deber de información y buena fe (a propósito de la STS de 18 de abril de 2013)", *Revista Aranzadi Doctrinal*, febrero de 2014, n.º 10, pp. 93-115.

49 Art. 60 RD 217/2008.

50 Orden ECC/2316/2015, de 4 de noviembre, relativa a las obligaciones de información y clasificación de productos financieros; Circular 1/2018, de 12 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre advertencias relativas a instrumentos financieros.

51 Como dice la STS 654/2015 el contrato marco debe desarrollarse "en una serie de operaciones particulares", de tal modo que "no bastaba con la existencia del mismo para que la entidad financiera pudiera comprar títulos o valores en nombre del cliente, sino que hacía falta un consentimiento posterior de éste para cada operación concreta".

por no haber evaluado al cliente con el correspondiente test, en un incumplimiento de una obligación del contrato marco, como por haberse retrasado en la ejecución de la orden en el mercado, en un incumplimiento de la obligación de pronta ejecución de la comisión bursátil.

5. ELEMENTOS DEL CONTRATO

5.1. OBJETO

El sistema MiFID enumera los valores negociables y derivados que reciben la calificación de "instrumentos financieros", objeto sobre el que se prestan los servicios de inversión. De este modo, el legislador pretende proteger al ahorrador que elige el mercado para canalizar sus inversiones. Pero no todos los productos utilizados por la banca para captar el ahorro de los clientes con destino a inversiones son instrumentos financieros comprendidos en MiFID I.

Entre los productos financieros que han dado lugar a los contenciosos de los bancos con los clientes se encuentran productos no expresamente enumerados en la lista legal de instrumentos financieros. En este sentido, MiFID II reconoce que los depósitos estructurados, en los que la remuneración se hace depender de la evolución de un producto financiero, quedan comprendidos en su ámbito de protección[52]. A su vez, respecto de los contratos de inversión basados en seguros conocidos en el tráfico como Unit Linked[53], MiFID II reconoce que es importante que "estén sometidos a los requisitos adecuados"[54]. Siendo consciente de la necesidad de una protección horizontal del ahorrador con independencia del producto que capte el ahorro, considera que "el Derecho futuro de la Unión que regule las actividades de los intermediarios de seguros y las empresas de seguros debe garantizar debidamente un enfoque normativo

52 Según el parágrafo 39 de su preámbulo: "Los depósitos estructurados han surgido como una nueva forma de producto de inversión, pero no están cubiertos por ningún acto legislativo para la protección de los inversores a nivel de la Unión, mientras que otras inversiones estructuradas sí lo están. Es conveniente, por lo tanto, fortalecer la confianza de los inversores y hacer que la reglamentación de la distribución de distintos productos preempaquetados de inversión minorista sea más uniforme con el fin de garantizar un nivel adecuado de protección del inversor en toda la Unión".

53 Cfr. STS, Pleno, 769/2014.

54 En este sentido, modifica la Directiva 2002/92/CE, sobre la mediación en los seguros, para introducir unos requisitos adicionales de protección.

coherente en relación con la distribución de productos financieros distintos que satisfacen necesidades similares de los inversores y plantean problemas comparables de protección del inversor"[55].

La jurisprudencia española aplica este criterio funcional ampliando el ámbito de protección del sistema MiFID a los "depósitos" estructurados[56], Unit Linked, e incluso a la comercialización de las hipotecas multidivisas, por considerar que incluyen derivados implícitos[57]. Hay una *vis atractiva* del sistema MiFID de protección del cliente que se aplica a la comercialización de cualquier producto financiero complejo.

Es una visión abierta y moderna que integra la regulación financiera en el derecho privado de los contratos, atendiendo a la función que pretende el legislador de conciliar la protección del inversor con el correcto funcionamiento del mercado.

55 Además postula por el trabajo conjunto de ESMA con la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA, por sus siglas en inglés) "para lograr la mayor coherencia posible en las normas de conducta empresarial para dichos productos de inversión".

56 Cfr. STS 660/2012, sobre el denominado "Depósito Tridente", aunque la discusión se centre en la pertinencia del apalancamiento atendiendo a la solvencia de los clientes.

57 Según dice la STS 323/2015, lo que se ha venido en llamar coloquialmente "hipoteca multidivisa" "es un préstamo con garantía hipotecaria, a interés variable, en el que la moneda en la que se referencia la entrega del capital y las cuotas periódicas de amortización es una divisa, entre varias posibles, a elección del prestatario, y en el que el índice de referencia sobre el que se aplica el diferencial para determinar el tipo de interés aplicable en cada periodo suele ser distinto del Euribor, en concreto, suele ser el Libor". Aunque reconoce que "la determinación de la normativa aplicable a este tipo de negocio jurídico para determinar cuáles eran las obligaciones de información que incumbían a la entidad prestamista no es una cuestión pacífica", considera que es "un instrumento financiero derivado por cuanto que la cuantificación de la obligación de una de las partes del contrato (el pago de las cuotas de amortización del préstamo y el cálculo del capital pendiente de amortizar) depende de la cuantía que alcance otro valor distinto, denominado activo subyacente, que en este caso es una divisa extranjera. En tanto que instrumento financiero derivado relacionado con divisas, está incluido en el ámbito de la Ley del Mercado de Valores". La STJUE, Sala Cuarta, de 3 de diciembre de 2015, ha precisado que "no constituyen un servicio o una actividad de inversión a efectos de esta disposición [art. 4, apartado 1, punto 2, de la MiFID] determinadas operaciones de cambio, efectuadas por una entidad de crédito en virtud de cláusulas de un contrato de préstamo denominado en divisas como el controvertido en el litigio principal, que consisten en determinar el importe del préstamo sobre la base del tipo de compra de la divisa aplicable en el momento del desembolso de los fondos y en determinar los importes de las mensualidades sobre la base del tipo de venta de esta divisa aplicable en el momento del cálculo de cada mensualidad".

5.2. SUJETOS

Los sujetos del contrato son el cliente y la entidad prestadora del servicio de inversión. Como hemos visto al hablar de la obligación de clasificar a los clientes, el sistema MiFID distingue entre clientes profesionales y minoristas, con el fin de reforzar la protección de los minoristas. Por lo demás, a los clientes en que concurra la condición de consumidores se les aplica además la protección que deriva del derecho del consumo.

5.3. FORMA

Hay libertad de forma en la contratación mercantil y financiera. No obstante, el contrato marco debe constar por escrito e incorporarse a un registro interno. Salvo en el asesoramiento, en el que basta con que consten por escrito las recomendaciones. Estas exigencias formales no convierten al contrato en solemne. El contrato existe aunque no se cumplan las exigencias formales. Los acuerdos que no cumplan las exigencias de forma serán válidos entre las partes[58].

6. DILIGENCIA CONTRACTUAL

La relación de confianza banco-cliente delimita el alcance de la responsabilidad de la empresa prestadora del servicio de inversión, que será la de un profesional experto en la materia, que actúa en un mercado complejo, en el que surgen relaciones interbancarias que el cliente desconoce[59]. Es la propia

58 En Italia, el artículo 23.1 final del *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria* establece: "*Nei casi di inosservanza della forma prescritta, il contratto è nullo*", nulidad que solo puede ser ejercitada por el cliente. Cfr. MAGGIOLO, MARCELLO. "Servizi ed attività d'investimento. Prestatori e prestazione", AA.VV., *Trattato di diritto civile e commerciale*, Milano, 2012, p. 479.

59 En las operaciones complejas que tienen lugar en el mercado financiero, por ejemplo en un contrato de inversión suscrito en forma de seguro *unit linked*, se puede llegar a levantar el velo del esquema negocial, pues de lo contrario se estaría permitiendo al banco "prevalerse de una estructura negocial artificial y meramente formal, que encubre una inversión en fondos emitidos por empresas de su grupo, para dificultar la satisfacción de los legítimos derechos de sus clientes. [...] En la actualidad las entidades financieras y de inversión nacionales pueden utilizar compañías radicadas en otros Estados para la realización de este tipo de operaciones financieras en las que están implicados clientes no profesionales, de modo que si se obligara al cliente a demandar a la compañía extranjera utilizada instrumentalmente por la compañía nacional para

de un profesional al que se le exige "un estándar muy alto en el deber de información a sus clientes"[60].

6.1. ESTÁNDAR DE DILIGENCIA

La diligencia exigible al banquero es la de un comerciante experto que ejerce funciones de custodia y comisión, como fuente de lucro, por lo que, según establecen los artículos 255 y 307 C.Co., se le exige un especial cuidado en estas funciones[61]. Es una diligencia *in concreto*, cuidando los intereses del cliente "como si fueran propios", es decir *quam suis*[62]. Que no se corresponde con el estándar *in abstracto* del "buen padre de familia" establecido en el artículo 1719 CC para el mandatario. En este sentido la jurisprudencia declara que la "entidad comisionista debe responder de los daños y perjuicios, causados a los inversores por la mala inversión, según el patrón de la culpa leve en concreto a que se refiere la sentencia del Tribunal Supremo de 24 de mayo de 1943 en relación con la diligencia exigible al 'comerciante experto' (sentencia del Tribunal Supremo de 15 de julio de 1988) que utilizan como pauta el cuidado del negocio ajeno como si fuera propio"[63].

La culpa leve es la diligencia media del *bonus argentarius*. Como tal debe entenderse la figura ideal del banquero prestador de servicios de inversión que cumple las normas de organización interna de su actividad y las normas de conducta en las relaciones con la clientela. Ejerce una actividad regulada

articular la inversión, se le dificultaría enormemente el ejercicio de las acciones, hasta el punto de hacerlo prácticamente imposible" (STS, Pleno, 769/2014). Se tiende, por tanto, a una responsabilidad objetiva y solidaria de las entidades financieras participantes en las operaciones financieras frente a los usuarios de los servicios.

60 STS, Pleno, 769/2014.

61 Cfr. SSTS 14 de diciembre de 1984, 12 de junio de 1985, 20 de marzo de 1988 y 15 de julio de 1988. Esta responsabilidad contractual de la banca prestadora de servicios de inversión deriva de la interpretación conjunta de los preceptos del Código Civil relativos a los efectos de las obligaciones (cfr. arts. 1.101, 1.103, 1.104 y 1.105 *a sensu contrario*, en relación con el 1.258, según criterio de la STS 15 de noviembre de 1994), y resulta exigible al amparo de los artículos 259 C.Co. y 1.258 CC.

62 Cfr. art. 208.1 TRLMV. Son normas de conducta que precisan la diligencia profesional exigible a los intermediarios "fijando la noción de 'culpa leve en concreto'" (TAPIA HERMIDA, ALBERTO JAVIER. "Las normas de actuación en el mercado de valores", en AA.VV., ALONSO UREBA, A. y MARTÍNEZ SIMANCAS, J. (dirs.), *Instituciones del mercado financiero*, La Ley, 1999, p. 2857).

63 STS 20 de enero de 2003.

que atrae la confianza del cliente, con relevancia para el buen funcionamiento del mercado, por lo que queda sometida a un elevado estándar de conducta.

6.2. CLÁUSULAS DE EXENCIÓN DE RESPONSABILIDAD

Las cláusulas predispuestas por el prestador del servicio de inversión por las que el cliente manifiesta que el banco ha cumplido las normas de conducta son irrelevantes.

> A estos efectos, debemos entender que resulta irrelevante que en la orden de adquisición apareciera la siguiente mención: "el cliente reconoce que ha sido asesorado sobre el riesgo del producto y sobre si la inversión en este producto es adecuada para su perfil inversor". Se trata de una mención genérica, que no elude el deber del banco de acreditar que cumplió con esas exigencias[64].

El banco asume la obligación legal de elaborar el perfil del cliente, para a continuación justificar que la recomendación se adecúa a ese perfil, y esta exigencia legal no se cumple con una cláusula general incluida en la orden de adquisición que contenga la reseñada mención genérica predispuesta por el banco.

6.3. OBLIGACIONES DE MEDIOS Y OBLIGACIONES DE RESULTADO

La diligencia exigible al intermediario no debe ser equiparada a una garantía de beneficio para el cliente. Como es obvio, el intermediario no responde del riesgo de mercado. Es el cliente inversor quien asume la ganancia o pérdida de valor del producto financiero. Hay que distinguir este plano, de reparto de riesgos inherente al negocio de inversión, del plano de la responsabilidad contractual del prestador de servicios de inversión.

A su vez, en la responsabilidad contractual hay que distinguir entre las obligaciones derivadas del contrato marco y las obligaciones derivadas del negocio singular realizado en ese marco contractual, por ejemplo la orden de compra que da lugar a la adquisición de unas acciones en bolsa. Las obligaciones derivadas del contrato marco son de carácter funcional pues se orientan a la correcta realización de los negocios singulares. Son, pues, obligaciones de

64 STS 398/2015.

actividad, exigibles de conformidad con las normas de conducta, que suponen de algún modo la consecución de un resultado consistente en una adecuada realización del negocio singular[65].

7. REMEDIOS ANTE LOS INCUMPLIMIENTOS

Una vez identificado el derecho aplicable y el contenido de las obligaciones contractuales es el momento de preguntarnos sobre los remedios ante los incumplimientos.

MiFID II no regula las consecuencias contractuales de incumplir las normas de conducta. Como novedad frente a MiFID I se limita a establecer: "Los Estados miembros velarán por que se establezcan mecanismos que permitan garantizar que pueden abonarse compensaciones o adoptarse medidas correctivas de conformidad con el Derecho nacional para las pérdidas financieras o los perjuicios sufridos por infracción de la presente Directiva o del Reglamento (UE) n.º 600/2014"[66]. Es decir, deja a los Estados miembros decidir sobre los remedios contractuales a aplicar en caso de incumplimiento de las obligaciones recogidas en MiFID II y en MiFIR. En este sentido, la STJUE de 30 de mayo de 2013, caso *Bankinter*, declara: "Corresponde al ordenamiento jurídico interno de cada Estado miembro regular las consecuencias contractuales que deben derivarse de la inobservancia, por parte de una empresa de inversión que ofrece un servicio de inversión, de las exigencias de evaluación establecidas en el artículo 19, apartados 4 y 5, de la Directiva 2004/39, respetando los principios de equivalencia y efectividad". Según esta sentencia, los Estados miembros deben respetar los principios de equivalencia y efectividad, lo cual significa que deben dar algún efecto contractual a las normas de conducta[67]. Por lo tanto, no se admite la total separación entre el derecho civil contractual y las normas de conducta financiera, es decir, queda descartada aquella doctrina que mantiene que la regulación financiera es derecho público carente de efectos de derecho privado.

65 Cfr. MORALES MORENO, ANTONIO MANUEL. "Problemas que plantea la unificación del concepto de incumplimiento del contrato", en BARROS BOURIE, ENRIQUE, GARCÍA RUBIO, MARÍA PAZ y MORALES MORENO, ANTONIO MANUEL, *Derecho de daños*, 2009, pp. 193-221.

66 Art. 69.2 final.

67 Cfr. CHEREDNYCHENKO, OLHA O. "Financial Consumer Protection in the EU: Towards a Self-Sufficient European Contract Law for Consumer Financial Services?", *European Review of Contract Law*, 2014, 10.4, p. 488.

En derecho interno español no se regulan las consecuencias de los incumplimientos de las normas de conducta, pero el derecho contractual integra las normas de conducta según lo dispuesto en el artículo 259 C.Co., con lo cual se cumplen las exigencias derivadas de los principios de equivalencia y efectividad.

Como decimos, la LMV no se ocupa de las consecuencias para el inversor del incumplimiento por parte del prestador de servicios de inversión de sus obligaciones contractuales[68]. Tampoco el Servicio de Reclamaciones de la CNMV se pronuncia sobre cuestiones contractuales, que se dejan a los órganos judiciales[69]. Según la jurisprudencia, la tutela del inversor pasa por los reme-

68 Por el contrario, en Portugal, el Código de Valores Mobiliarios dedica el artículo 304 "A a la responsabilidad civil de los prestadores de servicios de inversión. Según este artículo "*Os intermediários financeiros são obrigados a indemnizar os danos causados a qualquer pessoa em consequência da violação dos deveres respeitantes à organização e ao exercício da sua actividade, que lhes sejam impostos por lei ou por regulamento emanado de autoridade pública*". Véase CASTILHO DOS SANTOS, GONÇALO ANDRÉ. *Responsabilidade civil do intermediário financeiro perante o cliente*, Coimbra, 2008.

69 Son causas de inadmisión de las reclamaciones: "Cuando en la reclamación o queja se planteen controversias sobre determinados hechos cuya prueba únicamente pueda ser realizada en vía judicial" o "Cuando se planteen controversias sobre la cuantificación económica de los daños y perjuicios que eventualmente haya podido ocasionar a los usuarios de los servicios financieros la actuación, incluso sancionable, de las entidades sometidas a supervisión" (art. 10.1 Orden ECC/2502/2012, de 16 de noviembre, por la que se regula el procedimiento de presentación de reclamaciones ante los servicios de reclamaciones del Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones). El principal objetivo del sistema de reclamaciones es delimitar las "buenas prácticas", entendidas como "aquellas que, sin venir impuestas por la normativa contractual o de supervisión ni constituir un uso financiero, son razonablemente exigibles para la gestión responsable, diligente y respetuosa con la clientela de los negocios financieros" (art. 2.4 Orden ECC/2502/2012), aunque el Servicio de Reclamaciones también se pronuncia sobre el incumplimiento de las normas de conducta. De tal modo que el expediente concluirá con un informe, que será motivado, y deberá contener unas conclusiones claras en las que se haga constar si de lo actuado se desprende quebrantamiento de normas de transparencia y protección y si la entidad se ha ajustado o no a las buenas prácticas y usos financieros (art. 12.3 Orden ECC/2502/2012). El informe final del servicio de reclamaciones no tiene carácter vinculante (art. 12.6 Orden ECC/2502/2012) y las entidades desatienden el 93,4% de los informes favorables a los clientes (cfr. CNMV, *Atención de reclamaciones y consultas de los inversores. Memoria 2012*, Madrid, 2012, Cuadro A1.3 sobre "Grado de rectificación por tipo de entidades contra las que se reclama", p. 56), lo cual obliga a los clientes a acudir a los jueces para obtener una reparación. Además, la desatención de las entidades desincentiva a los clientes a acudir a un sistema de reclamaciones carente de efectividad. Esta debilidad ha sido puesta de relieve por FEDERICO DELLA NEGRA, en "The private enforcement of the MiFID conduct of business rules. An overview of the Italian and Spanish experiences", *European Review of Contract Law*, 2014, 10(4), pp. 593-594.

dios de derecho privado, es decir, por la aplicación del régimen codificado de las obligaciones y contratos. Según este régimen, la consecuencia natural del incumplimiento de las obligaciones profesionales por parte de las entidades prestadoras de servicios de inversión es la tutela resarcitoria con indemnización de daños y perjuicios[70]. Sin descartar la nulidad radical, por incumplimiento de las normas imperativas que rigen la conducta en el mercado de valores, o la anulabilidad, por vicio en el consentimiento[71].

En la práctica más reciente se ha optado de forma habitual por demandar la nulidad del contrato por vicio en el consentimiento, en algunos casos sin

70 En este sentido se regula la responsabilidad civil por la información contenida en el folleto o suministrada por las agencias de calificación crediticia. Según el artículo 6.2 de la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores: "Los Estados miembros se asegurarán de que sus disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre responsabilidad civil se aplican a las personas responsables de la información contenida en el folleto", norma traspuesta a derecho español por el artículo 38 TRLMV, según el cual "la responsabilidad de la información que figura en el folleto deberá recaer, al menos, sobre el emisor, el oferente o la persona que solicita la admisión a negociación en un mercado secundario oficial", quienes "serán responsables de todos los daños y perjuicios que hubiesen ocasionado a los titulares de los valores adquiridos como consecuencia de las informaciones falsas o las omisiones de datos relevantes del folleto o del documento que en su caso deba elaborar el garante". Cfr. VALMAÑA OCHAÍTA, M. *La responsabilidad civil derivada del folleto informativo en las ofertas públicas de venta y suscripción de acciones*, Barcelona, 2006, pp. 374-381. A su vez, si una agencia de calificación crediticia ha cometido de forma deliberada o por negligencia grave alguna de las infracciones enumeradas en el anexo III del Reglamento 1060/2009 que afecte a una calificación crediticia, los inversores o emisores "podrán reclamar a dicha agencia de calificación crediticia indemnización por los daños y perjuicios que hayan sufrido a causa de tal infracción" (art. 35 bis. 1 Reglamento (CE) 1060/2009, de 16 de septiembre de 2009, sobre las agencias de calificación crediticia). Cfr. BUSTO LAGO, JOSÉ MANUEL. "Materiales para la construcción de la responsabilidad civil de los terceros de confianza perspectiva desde la responsabilidad civil de auditores y de las agencias de 'rating' y la teoría de las 'flood' gates", *Anuario da Facultade de Dereito da Universidade da Coruña*, 2014, n.º 18, pp. 58-64.

71 Aunque no es habitual, también se puede solicitar la resolución del contrato de intermediación por incumplimiento en la prestación del servicio en lugar de acudir a la tutela resarcitoria. En estos casos la acción de resolución por incumplimiento "no está sujeta al plazo de caducidad de 4 años del art. 1301 CC que, conforme a su dicción literal y a su ubicación sistemática, resulta de aplicación a las acciones de nulidad del contrato por vicio en el consentimiento, en concreto, por dolo o error, y por ilicitud de la causa. Como no se aplica este precepto, y no existe un plazo de prescripción específico para la acción de resolución del contrato por incumplimiento, procede aplicar el general de 15 años, previsto para las acciones personales en el art. 1964 CC. Al entenderlo así la audiencia y desestimar la excepción de prescripción de la acción, no infringió el reseñado art. 1301 CC" (STS 461/2014).

delimitar con la debida claridad la relación contractual[72]. Lo cierto es que hay dificultades en delimitar las relaciones contractuales, paso previo a un correcto planteamiento de la demanda[73]. En la cadena de contratos de la operación de mercado habría que distinguir entre el contrato marco y los contratos de prestación de los diversos servicios de inversión, entre la orden de adquisición de los valores y la compraventa de mercado por la que se da ejecución al mandato recibido; distinguiendo a su vez entre los servicios de inversión y el auxiliar de custodia de los valores adquiridos[74].

Hay razones prácticas para escoger este camino. Es más corto y fácil optar por la nulidad dado el automatismo de la restitución, con devolución de las contraprestaciones del contrato declarado nulo, que entrar en los difíciles cálculos de la indemnización correspondiente a los daños y perjuicios[75].

Esta estrategia procesal, unida a la comodidad procesal, está dando lugar a que miles de contratos financieros estén siendo declarados nulos. El Tribunal Supremo ha reaccionado limitando las razones para anular el contrato por vicio en el consentimiento al considerar que los clientes profesionales y los minoristas que posean conocimientos o experiencia se sitúan en un mismo plano que el banco prestador del servicio, sin que en estos casos exista asimetría informativa

---

72 La argumentación de las demandas se ocupa más del producto que de la relación jurídica. Las demandas se extienden más en el análisis de las participaciones preferentes o en los swaps que en la determinación de la naturaleza de la relación contractual existente entre el demandante y el demandado.

73 Lo que ocurre en el tráfico es que las entidades bancarias con frecuencia no han suscrito con los clientes el preceptivo contrato marco de servicios de inversión y solo han documentado el contrato de cuenta de valores, es decir, el de custodia y administración de los valores. La única documentación que a veces existe sobre la prestación del servicio de recepción y ejecución de órdenes es la orden que da el cliente al intermediario. Pero esa mala práctica no justifica que se demande la nulidad del contrato de cuenta de valores con el fin de anular la comisión de mercado.

74 Carece de sentido solicitar la nulidad de la compraventa de mercado, dado que existe una ley de firmeza sobre este tipo de compraventas (Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre sistemas de pagos y de liquidación de valores). Lo que se podrá anular es la comisión mercantil consistente en la recepción de una orden para su ejecución en el mercado. También carece de sentido solicitar la nulidad del contrato de custodia y administración de valores, pues es un servicio auxiliar y distinto de la comisión de mercado.

75 De todas formas hay que tener en cuenta que es el demandante quien fija el *petitum* y las cuestiones objeto de debate. El juez está limitado por el principio de congruencia y no puede resolver con una indemnización ante una petición de nulidad. Cfr. ROPPO, VINCENZO y AFFERNI, GIORGIO. "Dai contratti finanziari al contratto in genere: punti fermi della Cassazione su nullità virtuale e responsabilità precontrattual", *Danno e Responsabilità*, 2006, n.º 1, p. 31.

que justifique una protección especial del cliente. Por otro lado, también ha cambiado de criterio en relación con la nulidad radical para limitar su alcance.

7.1. NULIDAD

7.1.1. NULIDAD RADICAL

La nulidad radical del contrato puede derivar de la ausencia de elementos esenciales, consentimiento, objeto y causa, o del incumplimiento de normas imperativas[76].

Nadie pone en duda el carácter imperativo de las normas de conducta. Protegen tanto al cliente del oportunismo de los prestadores de servicios de inversión como al mercado de la incapacidad del cliente para comprender los riesgos asociados a los instrumentos y servicios financieros. "Estamos, en suma, ante una normativa de orden público económico con un claro carácter tuitivo de la parte débil en la contratación, de un modo similar a lo que sucede con la ordenación protectora de los consumidores y usuarios"[77].

La primera consecuencia ante incumplimientos de normas imperativas imprescindibles para el funcionamiento de los mercados y para que los inversores puedan acceder al mercado de valores con cierta seguridad jurídica debería ser la nulidad radical del contrato, *ex* artículo 6.3 CC[78].

Los incumplimientos sobre normas imperativas esenciales pueden ser de tal gravedad que determinen la nulidad radical del contrato. Para la nulidad no es necesario que se infrinja una prohibición legal que impida la comercialización de un determinado producto entre clientela minorista, pues basta el incumplimiento de las normas imperativas de ordenación y disciplina del mercado de valores, de conformidad con la jurisprudencia recogida en las

---

76 La nulidad radical, según dice la STS 654/2015, en un caso de absoluta falta de consentimiento al no existir orden de adquisición, es "estructural, radical y automática". Se trata además de una acción que no caduca puesto que, "tratándose de nulidad absoluta, la acción es imprescriptible".

77 STSJ Madrid 13/2015, de 28 de enero de 2015.

78 Cfr. RODRÍGUEZ ACHÚTEGUI, EDMUNDO. "La alegación de nulidad en los contratos bancarios", *Revista Aranzadi Doctrinal*, junio de 2014, n.º 3, pp. 21-28, quien considera que hay base jurisprudencial suficiente para concluir que la vulneración de normas imperativas de la regulación del sector bancario puede acarrear, conforme al artículo 6.3 CC, la nulidad radical, con la ventaja para el que la esgrime de que el contrato nulo no puede ser confirmado por actos posteriores y que su acción es imprescriptible.

sentencias 834/2009, de 22 de diciembre, y 375/2010, de 17 de junio. En la primera de ellas se dice:

> ... esta Sala, en aplicación del artículo 6.3 CC, invocado como infringido, tiene declarado que cuando, analizando la índole y finalidad de la norma legal contrariada y la naturaleza, móviles, circunstancias y efectos previsibles de los actos realizados, la normativa administrativa resulta incompatible con el contenido y efectos del negocio jurídico deben aplicarse las pertinentes consecuencias sobre su ineficacia e invalidez (STS de 25 de septiembre de 2006) y no es obstáculo a la nulidad que la prohibición administrativa no tenga carácter absoluto (STS de 31 de octubre de 2.007).

Lo cierto es que con las normas de ordenación del mercado de valores se trata de preservar la canalización del ahorro hacia la inversión a través del mercado. Como dice el Tribunal Constitucional:

> El concepto de Mercado de Valores no se entiende si no es integrado en el concepto más amplio de "sistema financiero", del que forma parte. Si por sistema financiero se tiene al conjunto de instituciones, entidades y operaciones a través de los cuales se canaliza el ahorro hacia la inversión, suministrando (oferta) dinero u otros medios de pago para financiar las actividades de los operadores económicos (demanda), el Mercado de Valores no es sino un elemento o parte integrante del sistema financiero[79].

Hay que tener en cuenta que la legislación financiera se dirige a proteger el buen funcionamiento del mercado. Según el Tribunal Supremo:

> La trascendencia que la normativa reguladora del mercado de valores reconoce a la información sobre los riesgos aparejados a la inversión, al exigir una información completa y comprensible sobre tal cuestión, muestra su relación directa con la función económico-social de los negocios jurídicos que se encuadran en el ámbito de la regulación del mercado de valores (STS, Pleno, 769/2014).

La misma ley que regula este sector de la actividad se denomina "del mercado de valores", expresando que su finalidad principal es la protección del buen funcionamiento del mercado. Así se explica que la delegación al Gobierno

79 STS 133/1997, de 16 de junio, FJ 3°.

para el desarrollo de los contratos del mercado de valores se realiza "con el fin de proteger el interés de los inversores y el buen funcionamiento de los mercados"[80]. En suma, el objetivo de las normas de conducta va mucho más allá de la obligación de suministrar una información al cliente para evitar el error en el consentimiento.

No obstante, ante el riesgo de un elevado número de sentencias que declaren la nulidad radical de contratos financieros, y de que estas nulidades en masa de contratos pudiera afectar a la solvencia de las entidades y al buen funcionamiento del mercado, el Tribunal Supremo ha cambiado su doctrina. En este sentido, la STS 323/2015, del Pleno de la Sala, analiza si de conformidad con el derecho interno español cabría justificar la nulidad del contrato de adquisición de un producto financiero complejo en el mero incumplimiento de los deberes de información impuestos por la Ley del Mercado de Valores, al amparo del artículo 6.3 CC. Es decir, si, por incumplir las obligaciones de información, puede ser declarada la nulidad radical del contrato por contrariar normas imperativas. Para responder a esta cuestión parte del silencio del legislador, pues la norma legal que introdujo los deberes legales de información no estableció, como consecuencia de su incumplimiento, la nulidad del contrato de adquisición de un producto financiero, sino otro efecto distinto, de orden administrativo, para el caso de contravención[81]. Para concluir que la infracción de estos deberes legales de información pudiera tener un efecto sobre la validez del contrato, "en la medida en que la falta de información pueda provocar un error vicio", pues "la mera infracción de estos deberes de información no conllevaba por sí sola la nulidad de pleno derecho del contrato".

Esta sentencia supone un cambio de criterio que en buena medida cierra la vía de la nulidad radical pues solo la admite "en la medida en que la falta de información pueda provocar un error vicio", lo cual no puede ser compartido. La nulidad radical se funda en la protección del interés general en el buen funcionamiento del mercado, que no puede confundirse con el interés del cliente en la toma de decisiones financieras con conocimiento de causa.

80 Art. 75.1 TRLMV.

81 Según menciona la sentencia: "La Ley 47/2007, al tiempo que traspuso la Directiva MiFID, estableció una sanción específica para el incumplimiento de estos deberes de información del art. 79.bis, al calificar esta conducta de 'infracción muy grave' (art. 99.2.z bis LMV), lo que permite la apertura de un expediente sancionador por la Comisión Nacional del Mercados de Valores para la imposición de las correspondientes sanciones administrativas (art. 97 y siguientes de la Ley del Mercado de Valores)".

7.1.2. ANULABILIDAD

En España hay una jurisprudencia consolidada sobre la relevancia del incumplimiento de las obligaciones de información del prestador de servicios de inversión en la anulabilidad del contrato por error. Se expresa en los siguientes términos[82]:

1. El incumplimiento de los deberes de información no comporta necesariamente la existencia del error vicio pero puede incidir en la apreciación del mismo.

Según dice el Tribunal Supremo, "el incumplimiento de los deberes de información no conlleva necesariamente la apreciación de error vicio, pero no cabe duda de que la previsión legal de estos deberes, que se apoya en la asimetría informativa que suele darse en la contratación de estos productos financieros con clientes minoristas, puede incidir en la apreciación del error"[83].

2. El error sustancial que debe recaer sobre el objeto del contrato es el que afecta a los concretos riesgos asociados a la contratación del producto.

El contrato podrá ser anulado por error *in substantia*. Así ocurre, por ejemplo, cuando se ofrece un producto simple, de renta fija, líquido y seguro cuando en realidad se trata de participaciones preferentes, híbrido financiero con limitaciones de liquidez. Como dice la sentencia del Pleno del Tribunal Supremo 769/2014, de 12 de enero de 2015, concurre vicio en el consentimiento por error

> ... por la falta de conocimiento adecuado del producto [...] y de los concretos riesgos asociados al mismo, que determina en el cliente [...] una representación mental equivocada sobre las características esenciales del objeto del contrato, debido al incumplimiento por la empresa de inversión [...] de los deberes de información que le impone la normativa del mercado de valores cuando contrata con clientes respecto de los que existe una asimetría informativa.

A su vez, para la sentencia 376/2015 constituye un error esencial sobre el objeto y las condiciones del contrato, como aspectos esenciales del riesgo, no informar sobre el emisor del producto o sobre la ausencia de un fondo de garantía. No obstante, esta sentencia pone énfasis en declarar el error por vicio en el consentimiento de un sacerdote, no experto en inversiones financieras, que adquirió para su congregación unos bonos de Lehman Brothers[84]. Este planteamiento condiciona los efectos de la falta de información al perfil del cliente. Si el inversor tiene experiencia, la falta de información sobre el emisor del producto puede tener efectos distintos y no dar lugar a la nulidad por error. En este sentido, la STS 323/2015 considera que la trascendencia que deba darse al perfil del cliente y a su clasificación como cliente minorista "no son cuestiones atinentes a la valoración de la prueba, sino a valoraciones jurídicas de los hechos probados". Ser cliente minorista no significa, según esta misma sentencia,

> ... [que] el cliente sea necesariamente un "ignorante financiero", pues puede ocurrir que clientes que no reúnan los rigurosos requisitos que la normativa MiFID exige para ser considerado como cliente profesional tengan, por su profesión o experiencia, conocimientos profundos de estos instrumentos financieros complejos que les permitan conocer la naturaleza del producto que contratan y los riesgos asociados a él, incluso en el caso de no recibir la información a que la normativa MiFID obliga a estas empresas.

Es una doctrina muy discutible, pues los inversores experimentados no tienen dotes adivinatorias. El conocimiento de quién es el emisor o de los riesgos del producto es una información esencial tanto para el inversor sin experiencia como para el experimentado.

3. La información –que necesariamente ha de incluir orientaciones y advertencias sobre los riesgos asociados a los instrumentos financieros– es imprescindible para que el cliente minorista pueda prestar válidamente su consentimiento, bien entendido que lo que vicia el consentimiento por error es la falta del conocimiento del producto y de sus riesgos asociados, pero no, por sí solo, el incumplimiento del deber de información.

La STS 840/2013, aplicada por la 205/2015, considera:

> El error vicio exige que la representación equivocada se muestre razonablemente cierta, de modo que difícilmente cabrá admitirlo cuando el funcionamiento del

82 Cfr. STS 384/2014, de 7 de julio de 2014, confirmada en las sentencias 385/2014, 387/2014 y 376/2015.

83 STS 376/2015.

84 Por lo que rechaza que para el demandante "fuera obvio que la recuperación del dinero que invertían pudiera verse impedida por la insolvencia de una entidad no sometida a la supervisión de autoridad española alguna y no cubierta por ningún fondo de garantía".

> contrato se proyecta sobre el futuro con un acusado componente de aleatoriedad, ya que la consiguiente incertidumbre implica la asunción por los contratantes de un riesgo de pérdida, correlativo a la esperanza de una ganancia. Aunque conviene apostillar que la representación ha de abarcar tanto al carácter aleatorio del negocio como a la entidad de los riesgos asumidos, de tal forma que si el conocimiento de ambas cuestiones era correcto, la representación equivocada de cuál sería el resultado no tendría la consideración de error.

Con esta apostilla distingue entre el carácter aleatorio de cualquier inversión y la representación real que el cliente tenga en el momento de contratar del riesgo del producto. Lo relevante es el cumplimiento por parte del intermediario del deber de informar al cliente, de forma clara y comprensible, el riesgo que entraña contratar el producto. La aleatoriedad de la inversión queda en otro plano, a saber, en el del reparto de los riesgos del negocio de inversión.

Y desde luego, "el error vicio del consentimiento es totalmente ajeno a la ausencia de una información posterior a la perfección del contrato" (STS 41/2014).

4. El deber de información que pesa sobre la entidad financiera incide directamente en la concurrencia del requisito de excusabilidad del error, pues si el cliente minorista estaba necesitado de esa información y la entidad financiera estaba obligada a suministrársela de forma comprensible y adecuada, entonces el conocimiento equivocado sobre los concretos riesgos asociados al producto financiero complejo contratado en que consiste el error le es excusable al cliente.

Para que se declare el error es necesario que este sea excusable. Con la siguiente precisión: "Lo que no cabe es considerar que el error vicio constituye una consecuencia ineluctable de la inexistencia o deficiencia de la información, puesto que puede haber padecido error quien hubiera sido informado –otra cosa es que sea excusable– y, por el contrario, que no lo haya sufrido quien no lo fue"[85].

La STS 376/2015 considera que la existencia de deberes legales de información incumplidos por el prestador del servicio de inversión justifica que el error sea excusable. No obstante,

> ... [el] error que, siendo excusable, vicia el consentimiento es el que recae sobre la naturaleza y los riesgos del producto. Lo que no vicia el consentimiento, y no es por tanto adecuado para justificar la anulación del contrato, es la conducta de quien, conociendo el componente de elevada aleatoriedad del contrato y la naturaleza de sus riesgos, considera que puede obtener ganancias derivadas de esas características del contrato, yerra en el cálculo y, al contrario de lo que previó, obtiene pérdidas, no ganancias[86].

85 STS 41/2014.

Para concluir:

> ... no existió error que viciara el consentimiento y permitiera la anulación del contrato, pues, de haber existido una representación errónea por parte del contratante, lo que es más que improbable a la vista de su cualificación profesional y de las comunicaciones escritas que mantuvo con la entidad financiera demandada, tal error no sería excusable en atención a esa cualificación profesional.

Lo que quiere dejar claro esta jurisprudencia es que la relación entre un cliente minorista cualificado por su experiencia o conocimientos y el banco prestador de servicios de inversión no es de asimetría informativa y no puede ampararse en el incumplimiento de las obligaciones de información para anular el contrato. Al ser un inversor cualificado por sus conocimientos o experiencia, no necesita ser informado por cuanto sabe o debía saber lo que estaba adquiriendo. Como cierre, en cualquier caso, el error no sería excusable en atención a su cualificación.

Pero este planteamiento es contrario a la regulación financiera. Las normas de conducta imponen al intermediario el deber de informar al cliente con independencia de su clasificación. Hay que informar de los riesgos del producto a todos los clientes, incluidos los minoristas con conocimientos y experiencia y los profesionales, de quienes se presume que tienen conocimientos y experiencia. Lo que el sistema legal permite es la proporcionalidad. Es decir, adaptar la información al perfil del cliente. Hay que informar de modo que el cliente pueda comprender lo que ordena adquirir. Esa comprensión será más fácil por parte del profesional o del minorista que tenga experiencia y conocimientos que por parte del minorista sin esa cualificación.

Lo que el Tribunal Supremo pretende es poner coto a las nulidades con una reformulación de la valoración jurídica de la clasificación y evaluación del cliente sobre la anulación del contrato por error. Para los clientes minoristas

86 STS 323/2015.

sin cualificación se presume que el incumplimiento conlleva la nulidad por error y que la propia existencia del deber profesional de informar justifica que el error sea excusable; y para los profesionales y minoristas cualificados por su experiencia o conocimientos el incumplimiento no da lugar al error, pues sabían o debían saber lo que estaban adquiriendo, y en cualquier caso es un error no excusable dada su cualificación. Esta solución es *contra legem*[87] y contraria a la necesaria armonización del derecho del mercado financiero en la Unión Europea. Además es una solución injusta pues priva del remedio de la nulidad a muchos clientes que dieron las órdenes de compra sin conocimiento de causa. Por lo demás carece de fundamento, pues su punto de partida es que en la relación de los clientes profesionales y los minoristas cualificados con los bancos prestadores de servicios de inversión no hay asimetría informativa. Son contrapartes que operan en un plano de igualdad. Pero eso no se concilia con la realidad ni con el sistema MiFID que incorpora una categoría de inversor para ese supuesto, a saber, las contrapartes elegibles[88]. Por lo demás, es una doctrina contraria a la tendencia recogida en MiFID II de dar tratamiento de cliente a las contrapartes elegibles ante los escándalos que han afectado a algunas administraciones públicas que han contratado swaps sin conocimiento de causa[89].

87 Por ser contraria a la clasificación de clientes recogida en los artículos 203 a 207 TRLMV, pues al considerar que están en un mismo plano y que no hay asimetría informativa convierte a los clientes profesionales y a los minoristas con conocimientos y experiencia en contrapartes elegibles.

88 Definidas en el artículo 207 TRLMV, entre las que se encuentran las empresas de servicios de inversión, entidades de crédito, entidades aseguradoras, instituciones de inversión colectiva y sus sociedades gestoras, fondos de pensiones y sus sociedades gestoras, otras entidades financieras autorizadas o reguladas por la legislación comunitaria. Según el artículo 30.2 de MiFID II: "los Estados miembros reconocerán como contrapartes elegibles a las empresas de servicios de inversión, entidades de crédito, compañías de seguros, OICVM y sus sociedades de gestión, fondos de pensiones y sus sociedades de gestión, otras entidades financieras autorizadas o reguladas con arreglo al Derecho de la Unión Europea o al Derecho nacional de un Estado miembro, gobiernos nacionales y sus servicios correspondientes, incluidos los organismos públicos que negocian deuda pública a escala nacional, bancos centrales y organizaciones supranacionales".

89 En Italia hay una abundante jurisprudencia y doctrina al respecto. Cfr., por todos, MAFFEIS, DANIELE (dir.). *Swap tra banche e clienti. I contratti e le condotte*, Milano, 2014. Problema que se refleja en el parágrafo 104 del preámbulo de MiFID II, según el cual: "La crisis financiera ha mostrado que los clientes no minoristas no siempre aprecian los riesgos que plantean sus inversiones. Si bien es necesario dejar sentado que las normas de conducta deben ejecutarse en beneficio de los inversores que más necesidad tienen de protección, es conveniente calibrar mejor los requisitos aplicables según las categorías de clientes. Por ello, procede hacer extensivos algunos requisitos de información y notificación a las relaciones con contrapartes elegibles.

5. El cómputo del plazo de caducidad de la acción de anulabilidad en productos perpetuos se inicia a partir de un evento que permita la comprensión real de las características y riesgos del producto complejo adquirido[90].

Es una doctrina muy innovadora pues viene a considerar los instrumentos financieros como bienes de confianza (*credence goods*), en contraposición a los bienes de experiencia (*experience goods*). Los instrumentos financieros son contratos cuyo conocimiento tiene lugar a través de la información. Frente a los bienes tangibles, que se pueden probar y cuyas características se pueden conocer a través del uso, una vez adquiridos, los instrumentos financieros no se pueden probar antes de su adquisición y una vez adquiridos podemos tenerlos en nuestra cartera durante años sin llegar a conocerlos. Así ocurrió con las participaciones preferentes que solo revelaron su verdadera naturaleza cuando se materializaron sus riesgos con pérdida de liquidez y suspensión del pago de los cupones. Solo entonces, cuando estos hechos permiten al cliente comprender las características y riesgos del producto complejo adquirido, empieza a computarse el plazo de caducidad.

7.2. TUTELA RESARCITORIA

Conforme al derecho privado contractual, para que surja el deber de indemnizar debe existir una conducta infractora, un daño ocasionado al cliente, una relación de causalidad entre el incumplimiento y el daño, y, por fin, el daño ha de ser imputable a la entidad incumplidora.

En particular, estos requisitos deben referirse a la salvaguarda de los instrumentos financieros y los fondos de los clientes, así como a las obligaciones de información y notificación relativas a los instrumentos financieros o transacciones más complejos. Con el fin de determinar mejor la clasificación de los municipios y las autoridades públicas locales, es conveniente excluirlos claramente de la lista de contrapartes elegibles y de los clientes que se consideran profesionales, permitiendo al mismo tiempo a dichos clientes solicitar ser tratados como clientes profesionales".

90 Para estos fines, sin perjuicio del *dies a quo* establecido en el artículo 1301 CC (cfr. STS 89/2018, de 19 de febrero), el Tribunal Supremo considera: "la consumación del contrato, a efectos de determinar el momento inicial del plazo de ejercicio de la acción de anulación del contrato por error o dolo, no puede quedar fijada antes de que el cliente haya podido tener conocimiento de la existencia de dicho error o dolo. El día inicial del plazo de ejercicio de la acción será, por tanto, el de suspensión de las liquidaciones de beneficios o de devengo de intereses, el de aplicación de medidas de gestión de instrumentos híbridos acordadas por el FROB, o, en general, otro evento similar que permita la comprensión real de las características y riesgos del producto complejo adquirido" (STS. Pleno, 769/2014).

7.2.1. CONDUCTA INFRACTORA

Se requiere en primer lugar una conducta incumplidora. Así ocurre cuando se incumple la obligación de abstención de ofrecer productos inadecuados o se incumple la obligación de informar o de advertir de los riesgos. Falta en derecho español una norma que imponga la carga de la prueba del cumplimiento de las obligaciones al intermediario. No obstante, la jurisprudencia impone al intermediario la carga de la prueba del cumplimiento de sus obligaciones.

De un lado, la carga de la prueba del cumplimiento de las obligaciones de información corresponde al obligado, que además es el profesional que tiene la facilidad probatoria (art. 217.7 LEC). De otro, la carga de la prueba de haber cumplido las normas de conducta del mercado de valores recae sobre la entidad prestadora del servicio de inversión como profesional del mercado financiero. Como dice el Tribunal Supremo en relación con una demanda de inversores frente a un intermediario financiero, la carga de la prueba

> ... correspondía a la demandada, simplemente, por aplicación del principio, reconocido jurisprudencialmente, de su mejor posición en relación con las fuentes de pruebas, lo que hubiera facilitado la adquisición de los datos probatorios oportunos. En suma, como establece el artículo 217 de la Ley de Enjuiciamiento Civil en su párrafo seis, recogiendo criterios jurisprudenciales anteriores a la propia Ley, en la distribución de la carga de la prueba "el Tribunal deberá tener presente la disponibilidad y facilidad probatoria que corresponda a cada una de las partes en litigio", regla que, indudablemente, desplaza la carga de la prueba hacia la entidad demandada (STS 20 enero 2003).

Es la entidad prestadora quien debe probar que ha cumplido sus obligaciones de información. Lo contrario sería hacer recaer sobre el cliente la prueba de un hecho negativo, que la entidad no le ha informado, lo cual constituye una prueba diabólica[91].

91 Este criterio es el aplicado por las audiencias provinciales. Así la sentencia 431/2011 de 26 de septiembre de 2011 de la Sección 7.ª de la Audiencia Provincial de Gijón que considera que "es la entidad financiera la que, en principio, está obligada, conforme a las normas de distribución del '*onus probandi*', a acreditar que suministró al cliente la información necesaria para que éste se formase un conocimiento cabal de las características del producto ofertado, y pudiese prestar un consentimiento válido a la operación, sin que pueda, desde luego, exigirse al cliente la prueba de un hecho negativo, cual sería la falta de información". En el mismo sentido se ha pronunciado la Sección 2.ª de la Audiencia Provincial de Burgos en sentencia de 30 de diciembre del 2011 diciendo que "no existe duda del deber normativo de información que tiene la sociedad demandada, sobre un producto financiero que ofrece al Cliente, con el contenido contractual puesto exclusivamente por ella, ni tampoco la carga procesal de acreditar que cumplió de una forma efectiva y adecuada con esta obligación respecto del Cliente".

Corresponde al cliente alegar en la demanda el incumplimiento de la obligación del intermediario, y el intermediario se libera probando que cumplió la obligación cuyo incumplimiento ha sido alegado por el cliente.

7.2.2. EXISTENCIA DE UN DAÑO

El segundo elemento necesario para que surja la obligación de indemnizar es la existencia de un daño, que se concreta en la pérdida de todo o parte del capital invertido. Le corresponde al cliente demandante acreditar el daño. Es una cuestión repleta de dificultades. La jurisprudencia lo simplifica al considerar que el "perjuicio es la pérdida de la inversión"[92]. El daño se valora por el interés contractual negativo, colocando al cliente en la misma posición que tenía antes de adquirir el producto objeto del servicio de inversión. Se indemniza con la diferencia entre el importe invertido y el valor de mercado del producto en el momento de la estimación de la demanda.

7.2.3. RELACIÓN DE CAUSALIDAD

Según el Tribunal Supremo, el incumplimiento de las normas de conducta, en concreto la falta de evaluación al cliente mediante el correspondiente test, sirve de base para ejercitar una acción de indemnización de daños y perjuicios "siempre que de dicho incumplimiento se hubiera derivado el perjuicio que se pretende sea indemnizado" (STS 398/2015). Asimismo, la sentencia del Tribunal Supremo 754/2014, de 30 de diciembre de 2014, declara, al analizar la relación de causalidad, que la omisión de la información genera que los inversores asuman inconscientemente un riesgo, y es por ello que el perjuicio derivado de la actualización de este riesgo "es una consecuencia natural del incumplimiento". Existiendo incumplimiento y daño se presume la causalidad entre el incumplimiento y el daño:

92 Cfr. STS 398/2015.

> De tal forma que cabe atribuir al incumplimiento de los deberes inherentes a la exigencia del test de idoneidad la consideración de causa jurídica del perjuicio sufrido, pues si no consta que la demandante fuera inversora de alto riesgo, ni que no siéndolo se hubiera empeñado en la adquisición de este bono, el banco debía haberse abstenido de recomendar su adquisición, por lo que, al hacerlo, propició que la demandante asumiera el riesgo que conllevó la pérdida de la inversión[93].

Constatada la infracción a la norma de conducta se presume *iuris tantum* la causalidad del daño. Hay una inversión de la carga de la prueba del nexo de causalidad. Una presunción jurisprudencial de causalidad entre el incumplimiento de las normas de conducta y la causación del daño. Una presunción que deberá desvirtuar el intermediario para quedar liberado[94].

7.2.4. TÍTULO DE IMPUTACIÓN

Por fin, el cuarto elemento necesario para que surja la obligación de indemnizar es la existencia de un título de imputación del daño al deudor. En el ámbito del mandato mercantil en que nos encontramos, del daño causado por la falta de diligencia responde el comisionista (art. 259 C.Co.). Según el Tribunal Supremo, "[e]ste incumplimiento grave de los deberes exigibles al profesional que opera en el mercado de valores en su relación con clientes potenciales o actuales constituye el título jurídico de imputación de la responsabilidad por los daños sufridos por tales clientes como consecuencia de la pérdida"[95].

El factor de atribución a la entidad de los daños causados por los incumplimientos referidos anteriormente es la negligencia con la que actuó, que, de conformidad con el artículo 1.104 CC, consiste en "la omisión de aquella diligencia que exija la naturaleza de la obligación y corresponda a las circunstancias de las personas, del tiempo y del lugar". En este sentido, entiende la mejor doctrina que "actúa culposamente quien no prevé o no evita una falta de cumplimiento o evento dañoso que podría haberse previsto y evitado empleando una diligencia que, en las específicas circunstancias del caso, era razonablemente exigible de una persona media en el sector del tráfico en cuestión"[96].

Es un sistema que tiende a la responsabilidad objetiva de la entidad prestadora de servicios de inversión[97]. Una vez acreditado el incumplimiento y la existencia de un daño, y realizada la valoración jurídica de la relación de causalidad, se considera que el daño resulta imputable a la entidad por haber incumplido el estándar de conducta profesional.

REFLEXIONES FINALES

La seguridad jurídica es necesaria para garantizar que el mercado financiero cumple de forma eficiente su función de canalizar el ahorro a las necesidades de financiación. La previsibilidad de las consecuencias de los incumplimientos en la prestación de servicios de inversión es un elemento esencial de la seguridad jurídica. Sin embargo falta certeza en la Unión Europea sobre las consecuencias de estos incumplimientos.

---

93 SSTS 397//2015 y 398/2015. Hay aquí una falta de comprensión del régimen legal que regula la prestación del servicio de asesoramiento de inversiones, pues si falta el test o el test realizado no es idóneo, la entidad no debe prestar el servicio y por lo tanto debe abstenerse de recomendar la adquisición del producto por mucho que el cliente se empeñe. En este caso, se considera acreditado que la "entidad demandada no recabó el test de idoneidad, ni elaboró el perfil inversor de la demandante, con vistas a justificar que la recomendación de inversión realizada (bono Fortaleza) fuera la que más les convenía. Se trata del incumplimiento del estándar mínimo de diligencia y lealtad en la prestación del servicio de asesoramiento financiero" (STS 398/2015).

94 Hay casos, como el que es objeto de la STS 397/2015, en los que, existiendo incumplimiento y daño, la Audiencia consideró acreditado que "no existía relación de causalidad entre el incumplimiento denunciado del test de idoneidad de la inversión y el resultado de la pérdida de la inversión, que fue consecuencia de la insolvencia del emisor". El Tribunal Supremo, en el recurso de infracción procesal, resuelve que a estos efectos de infracción procesal resulta irrelevante el incumplimiento del deber de información pues la decisión de la Audiencia "es una valoración sobre la causalidad jurídica", remitiendo al recurso de casación. La Audiencia imputa la pérdida del cliente a la insolvencia del emisor. Pero es obvio que las consecuencias de la quiebra del emisor las asume el inversor, cuestión que corresponde al plano del reparto del riesgo del negocio de inversión. Aquí nos situamos en otro plano, en el de la responsabilidad contractual del prestador del servicio con el cliente, y en la presunción, salvo prueba en contrario, de que al incumplirse los estándares de calidad del servicio la pérdida debe imputarse al prestador. Se presume que de haber cumplido las normas de conducta el cliente no habría dado la orden de adquirir el producto y por lo tanto no se habría producido la pérdida. Las normas de conducta funcionan como filtro entre las inversiones adecuadas y las no adecuadas. Si el inversor ha recibido una oferta o una recomendación no adecuada se presume que la pérdida es consecuencia del incumplimiento por parte del banco de su obligación profesional.

95 STS, Pleno, 244/2013. El artículo 304-A, apartado 2, del Código de Valores Mobiliarios portugués establece la presunción de la culpa del intermediario ante el incumplimiento de sus obligaciones profesionales, en estos términos: "*A culpa do intermediário financeiro presume-se quando o dano seja causado no âmbito de relações contratuais ou pré-contratuais e, em qualquer caso, quando seja originado pela violação de deveres de informação*" (cfr. CASTILHO DOS SANTOS. *Responsabilidade civil do intermediário financeiro perante o cliente*, cit., pp. 189 ss.).

96 PANTALEÓN PRIETO, F. "Culpa (D.° Civil)", *Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. II, p. 1864.

97 En derecho italiano el artículo 23.6 TUF establece que "*spetta ai soggetti abilitati l'onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta*". Cfr. MAGGIOLO, ob. cit., pp. 532 ss.

La Unión Europea deja a los Estados miembros que establezcan las consecuencias civiles del incumplimiento de las normas de conducta del mercado de valores. Las soluciones son dispares y cada Estado miembro ofrece su propio remedio. En derecho español, los contratos de prestación de servicios de inversión son atípicos y faltan previsiones sobre las consecuencias del incumplimiento de las obligaciones contractuales por parte de los prestadores de servicios de inversión. No obstante, el artículo 259 C.Co. permite integrar las normas de conducta del mercado de valores en la prestación de servicios de inversión como obligaciones contractuales. De tal modo que el incumplimiento de la diligencia debida, cuyo estándar son las normas de conducta, debe dar lugar a la correspondiente indemnización. Sin embargo, la estrategia jurídica de los abogados de los clientes afectados por dichos incumplimientos, y en consecuencia la jurisprudencia, se inclina por el remedio de la nulidad de los contratos. Aunque el paradigma de la información en un mercado eficiente ha sido superado por el marco legal, las demandas se centran en el incumplimiento de las obligaciones de información como fundamento del error por vicio en el consentimiento. En esta dinámica se aplican soluciones propias de relaciones de cambio a contratos de colaboración.

Esta opción crea inseguridad jurídica al anularse decenas de miles de contratos financieros. El Tribunal Supremo ha reaccionado con una interpretación *caveat emptor*, que altera su jurisprudencia y se aleja de la integración del derecho contractual con las normas de conducta. Según esta reciente doctrina, no hay relación de causalidad entre el incumplimiento de las normas de conducta y el daño cuando se trata de un cliente profesional o un cliente minorista con conocimientos o experiencia. En estos casos, según mantiene esta doctrina, no hay asimetría informativa que justifique el régimen especial. Estos clientes tienen capacidad para conocer lo que adquieren, y la falta de información no puede ser causa de la pérdida. Doctrina que hemos criticado por convertir a estos clientes en contrapartes elegibles contra lo dispuesto en la regulación financiera.

A su vez, la industria bancaria ha reaccionado proponiendo un puerto seguro que aumente la seguridad jurídica[98]. Según esta propuesta, siempre que el contenido del contrato haya sido depositado y aprobado por el supervisor, se considerará que la redacción del mismo es clara, legible y comprensible

98 Cfr. Fernández de Araoz Gómez-Acebo. "Repensar la protección del inversor: bases para un nuevo régimen de la contratación mobiliaria", cit., p. 22.

por el cliente, y se presumirá que la información proporcionada al inversor es suficiente para que pueda decidir con conocimiento de causa. Pero esta propuesta sigue considerando que la transparencia es un requisito suficiente para proteger al inversor, cuando lo cierto es que mediante el contenido del contrato y de los documentos informativos no se consigue salvar la asimetría que existe entre el intermediario profesional y el cliente. Deja fuera del contenido del servicio de inversión la necesaria personalización de la operación adaptando la oferta al perfil del cliente. De este modo se crearía un puerto seguro para la banca pero sacrificando el interés del cliente en recibir un servicio adecuado a sus necesidades.

Lo cierto es que hay un interés común en delimitar la responsabilidad de los prestadores de servicios de inversión. La seguridad jurídica exige establecer con claridad los criterios para determinar en qué casos los intermediarios deben asumir por su mala praxis la pérdida del inversor. Lo que está en cuestión no es la aplicación del principio *pacta sunt servanda* en el negocio de inversión. Nadie discute que el inversor es quien asume el riesgo de mercado. Del mismo modo que el cliente inversor debe cumplir sus obligaciones, de pago del precio y de la comisión de intermediación, y asumir sus responsabilidades, también el intermediario debe cumplir con sus obligaciones, de identificar y clasificar al cliente, de evaluar su perfil, de abstenerse de ofrecerle productos no adecuados a su perfil y de proporcionarle información completa y comprensible sobre la naturaleza del producto y sus riesgos. Lo cual comporta que el intermediario que incumpla sus obligaciones debe asumir las consecuencias, ya sea indemnizatoria o de nulidad del contrato.

En estos momentos disponemos de una rica doctrina jurisprudencial que va perfilando los contornos de la responsabilidad del prestador de servicios de inversión. El análisis de la jurisprudencia española refleja que oscila entre la integración del derecho contractual con la normas de conducta hacia posiciones menos conciliadoras que postulan por aplicar el *caveat emptor* en los servicios de inversión. Por esta razón, sería conveniente potenciar los seminarios y encuentros entre los jueces y los supervisores con el fin de ir creando una sensibilidad hacia las soluciones ofrecidas por la técnica financiera. La seguridad jurídica no está reñida con la regulación financiera. Todo lo contrario, la determinación de la diligencia debida con la guía técnica de los supervisores financieros contribuye a alcanzarla.

REFERENCIAS

BUSTO LAGO, JOSÉ MANUEL. "Materiales para la construcción de la responsabilidad civil de los terceros de confianza perspectiva desde la responsabilidad civil de auditores y de las agencias de 'rating' y la teoría de las 'flood' gates", *Anuario da Facultade de Dereito da Universidade da Coruña*, 2014, n.° 18, pp. 31-64.

CASTILHO DOS SANTOS, GONÇALO ANDRÉ. *Responsabilidade civil do intermediário financeiro perante o cliente*, Coimbra, 2008.

CHEREDNYCHENKO, OLHA O. "Contract Governance in the EU: Conceptualising the Relationship between Investor Protection Regulation and Private Law", *European Law Journal* (ELJ) 2015, vol. 21, n.° 4, pp. 500-520.

CHEREDNYCHENKO, OLHA O. "Financial Consumer Protection in the EU: Towards a Self-Sufficient European Contract Law for Consumer Financial Services?", *European Review of Contract Law*, 2014, 10.4, pp. 476-495.

DELLA NEGRA, FEDERICO. "The Private Enforcement of the MiFID Conduct of Business Rules. An Overview of the Italian and Spanish Experiences", *European Review of Contract Law*, 2014, 10(4), pp. 571-595.

FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, ALEJANDRO. "Repensar la protección del inversor: bases para un nuevo régimen de la contratación mobiliaria", *La Ley*, 28 de mayo de 2015, n.° 8549, Sección Doctrina, pp. 1-43 (versión digital).

FERRANDO VILLALBA, MARÍA DE LOURDES. "Preferentes y otros instrumentos financieros de riesgo: deber de información y buena fe (a propósito de la STS de 18 de abril de 2013)", *Revista Aranzadi Doctrinal*, febrero de 2014, n.° 10, pp. 93-115.

GARRIGUES, JOAQUÍN. *Hacia un nuevo derecho mercantil (Escritos, lecciones y conferencias)*, Madrid, 1971.

GROUP OF THIRTY. "Banking Conduct and Culture: A Call for Sustained and Comprehensive Reform", Washington, D.C., julio de 2015.

HERNÁNDEZ PAULSEN, G. *La obligación precontractual de la entidad de crédito de informar al cliente en los servicios bancarios y de inversión*, Madrid, 2014.

LLEWELLYN, DAVID T. "Reforming the Culture of Banking: Restoring Trust and Confidence in Banking", *Journal of Financial Management Markets and Institutions*, 2015 vol. 2, n.° 2, pp. 221-235.

LÓPEZ ROCA, LUIS FERNANDO. *El principio de igualdad en la actividad financiera*, Bogotá, Universidad Externado de Colombia, 2012.

MAFFEIS, DANIELE (dir.). *Swap tra banche e clienti. I contratti e le condotte*, Milano, 2014.

MAGGIOLO, MARCELLO. "Servizi ed attività d'investimento. Prestatori e prestazione", AA.VV., *Trattato di diritto civile e commerciale*, 2012.

MICKLITZ, HANS-WOLFGANG. "The Public and the Private – European Regulatory Private Law and Financial Services", *European Review of Contract Law*, 2014, 10 (4), pp. 473-475.

MOLONEY, NIAMH. *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3.ª ed., Oxford, 2014

MORALES MORENO, ANTONIO MANUEL. "Problemas que plantea la unificación del concepto de incumplimiento del contrato", BARROS BOURIE, ENRIQUE, GARCÍA RUBIO, MARÍA PAZ, MORALES MORENO, ANTONIO MANUEL, *Derecho de daños*, 2009, pp. 193-221.

NATOLI, ROBERTO. *Il contratto "adeguato". La protezione del cliente nei servizi di credito, di investimento e di assicurazione*, Milano, Giuffrè, 2012.

NOUY, DANIÈLE (BCE). "Towards a New Age of Responsibility in Banking and Finance: Getting the Culture and the Ethics Right", 23 de noviembre de 2015.

PANTALEÓN PRIETO, F. "Culpa (D.° Civil)", en *Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. II, pp. 1863-1866.

PERRONE, ANDREA y VALENTE, STEFANO. "Against All Odds: Investor Protection in Italy and the Role of Courts", *European Business Organization Law Review*, 2012, vol. 13, n.° 1, March, pp. 31-44.

RODRÍGUEZ ACHÚTEGUI, EDMUNDO. "La alegación de nulidad en los contratos bancarios", *Revista Aranzadi Doctrinal*, junio de 2014, n.° 3, pp. 21-28.

ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, CARMEN. "Las normas de actuación en el mercado de valores", *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, 2013, n.° 12, pp. 77-112.

ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, CARMEN. *La disciplina de la información prevista por la normativa del mercado de valores: un cauce para la seguridad jurídica del inversor ante la actual crisis económica*, Universidad de Granada, 2011.

ROLDÁN ALEGRE, JOSÉ M.ª (Presidente AEB). "Cultura bancaria: por qué es relevante y cuáles son sus implicaciones prácticas", en XI Encuentro del Sector Bancario, IESE, Madrid, 10 de diciembre de 2015.

ROPPO, VINCENZO, AFFERNI, GIORGIO. "Dai contratti finanziari al contratto in genere: punti fermi della Cassazione su nullità virtuale e responsabilità precontrattual", *Danno e Responsabilità*, 2006, n.° 1, pp. 25-36.

SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, JUAN. "Repensando la protección del inversor", entrada en el blog personal del autor de 16 de febrero de 2015.

TAPIA HERMIDA, ALBERTO JAVIER. "La protección de la clientela en el mercado de valores", *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 1996, n.° 63, pp. 561-608.

TAPIA HERMIDA, Alberto Javier. "Las normas de actuación en el mercado de valores", en AA.VV., ALONSO UREBA, A. y MARTÍNEZ SIMANCAS, J. (dirs.), *Instituciones del mercado financiero*, La Ley, 1999, pp. 2753-2865.

TAPIA HERMIDA, ALBERTO JAVIER. *Derecho del mercado de valores*, Barcelona, Bosch, 2000.

VALMAÑA OCHAÍTA, M. *La responsabilidad civil derivada del folleto informativo en las ofertas públicas de venta y suscripción de acciones*, Barcelona, 2006.

VIVANTE, CESARE. *Trattato di diritto commerciale*, vol. I, Torino, 1893.

ZUNZUNEGUI, FERNANDO. *La prestación bancaria de servicios de inversión. Responsabilidad bancaria en la prestación de servicios de inversión y productos de riesgo*, Barcelona, Wolters Kluwer, 2015.

EMILIO JOSÉ ARCHILA PEÑALOSA*

Protección de la competencia en las actividades financieras y del mercado de valores

La libre competencia es un componente fundamental en el funcionamiento de una economía de mercado, y así, este concepto no es ajeno a las actividades financiera y bursátil.

En este capítulo trataremos las disposiciones que se ocupan de la protección de la competencia en los sectores financiero y bursátil, a partir del modelo económico. Con ese objetivo se analizan las particularidades constitucionales y legales de la materia para estas actividades específicas, en lo que se relaciona con las prácticas comerciales restrictivas y con el control de integraciones empresariales. No se revisan las normas sobre competencia desleal.

1.1. ECONOMÍA DE MERCADO

1.1.1. CARICATURA DE LOS MODELOS DE ECONOMÍA DE MERCADO Y ECONOMÍA DIRIGIDA

Las necesidades de los seres humanos son ilimitadas, pero los recursos para satisfacerlas no lo son. Hay quienes creen que lo más apropiado es que sea el Estado el encargado de realizar la asignación de los recursos productivos, distribuyendo productos y excedentes; por otro lado, hay quienes creemos que la asignación de recursos es eficiente cuando se encuentra en cabeza de los particulares. Frente a la alternativa[1], Colombia se consagró constitucionalmente

---

* Abogado de la Universidad Externado de Colombia. Especialista en Legislación Financiera de la Universidad de los Andes. Magíster en Jurisprudencia Comparada (M.C.L.) de la New York University (N.Y.U.). Se ha desempeñado como director de la Oficina Jurídica del Ministerio de Desarrollo Económico (hoy Ministerio de Comercio, Industria y Turismo), delegado para Seguros de la Superintendencia Bancaria de Colombia (hoy Superintendencia Financiera), delegado para la Promoción de la Competencia de la Superintendencia de Industria y Comercio, superintendente de Industria y Comercio y presidente de Asobolsa. Actualmente es director del Departamento de Derecho Económico de la Universidad Externado de Colombia, árbitro de la Cámara de Comercio de Bogotá y del Centro de Arbitraje de la Asociación de Ex-magistrados de las Altas Cortes. Socio de Archila Abogados. Agradezco a David Toro por haber puesto en orden sus notas de mi clase y haber terminado la investigación de soporte para este artículo.

1 Toda sociedad tiene una forma de organizar su vida económica –de manera implícita o explícita–, bien sea como "sociedad de autoconsumo", como una "economía centralmente planificada" o como una "economía de mercado": "*La institución del mercado corresponde a un dato histórico y*

como una economía de mercado[2] para suplir las necesidades ilimitadas de su población[3].

cultural. En una época el mercado sólo desplegó una función marginal, dada la autosuficiencia de ciertas comunidades, circunstancia que todavía se presenta en algunos lugares del país y en relación con ciertos grupos humanos. En un momento ulterior de la historia, los gremios y corporaciones, en sus respectivos campos, controlaron las profesiones y los oficios y sujetaron a su férrea disciplina la producción y distribución de sus productos. El control corporativo del mercado progresivamente fue desplazado por las corrientes de internacionalización que siempre han alentado el comercio y por la presencia cada vez más notable de la clase de los comerciantes en expansión creciente. Los estados nacionales, a su turno, al prohijar la filosofía mercantilista, asumieron bajo su protección el sistema corporativo, pero lo privaron de su autonomía en su afán por hacer de la prosperidad nacional una verdadera política de Estado, lo cual dio vida a infinidad de medidas de protección y a la directa participación del Estado en actividades económicas" (resaltado fuera de texto). Corte Constitucional. Sentencia C-535 de 1997, M.P.: Eduardo Cifuentes Muñoz. Cfr. Consejo de Estado, Sala de lo Contencioso Administrativo, Sección Cuarta, 24 de julio de 2003, C.P.: Ligia López Díaz, rad. 25000-23-24-000-1999-00481-01(13619).

2 Hay que aclarar que la Corte Constitucional manifestó en algunas ocasiones que "*la Carta Política no ha acogido un modelo económico determinado, exclusivo y excluyente*" (resaltado fuera de texto). No obstante, en Colombia la Constitución Política reconoce la libertad económica de los administrados (*vis-à-vis* la posibilidad de entrar y de participar en el mercado), y también hace alusión explícita al funcionamiento del mercado (*v.gr.*, arts. 295, 333 y 373 CP), por lo cual en otras posturas de la misma Corte Constitucional sí ha sido afirmativa en que el modelo de economía de mercado es el que se encuentra implementado dentro de nuestro diseño institucional: "La libertad de empresa le otorga a toda persona el derecho de ejercer y desarrollar una determinada actividad económica, de acuerdo con el modelo económico u organización institucional que, como ya se anotó, *en nuestro país lo es la economía de mercado*". "*[L]a economía de mercado es un elemento constitutivo de la Constitución Económica* de cuyo funcionamiento adecuado depende la eficiencia del sistema productivo y el bienestar de los consumidores" (resaltado fuera de texto). Corte Constitucional. Sentencias C-074 de 1993 y C-398 de 1995, M.P.: José Gregorio Hernández Galindo; C-524 de 1995, M.P.: Carlos Gaviria Díaz; C-535 de 1997, M.P.: Eduardo Cifuentes Muñoz.

3 "[L]a libre competencia adquiere el carácter de pauta o regla de juego superior con arreglo a la cual deben actuar los sujetos económicos y que, en todo momento, ha de ser celosamente preservada por los poderes públicos, cuya primera misión institucional es la de mantener y propiciar la existencia de mercados libres. *La Constitución asume que la libre competencia económica promueve de la mejor manera los intereses de los consumidores y el funcionamiento eficiente de los diferentes mercados*" (resaltado fuera de texto). Consejo de Estado, Sala de lo Contencioso Administrativo, Sección Primera, 28 de enero de 2010, C.P.: María Claudia Rojas Lasso, rad. 25000-23-24-000-2001-00364-01. Cfr. Corte Constitucional. Sentencia C-535 de 1997, M.P.: Eduardo Cifuentes Muñoz.

En ese contexto, como es obvio, el adecuado funcionamiento del mercado es de interés público[4], en la medida en que del mismo depende el bienestar de todos los asociados[5].

1.1.2. TRÍPODE DE GARANTÍAS PARA LA ECONOMÍA DE MERCADO: PROPIEDAD PRIVADA, LIBRE EMPRESA Y LIBRE COMPETENCIA

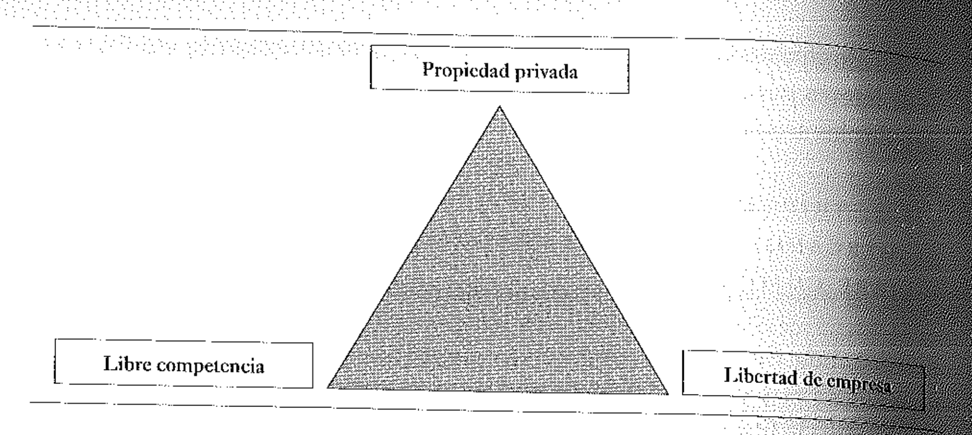
La economía de mercado se cimenta en tres pilares de la "Constitución económica"[6]: (i) la propiedad privada, en su acepción amplia; (ii) la libre empresa, y (iii) la libre competencia[7].

4 "[L]a protección a la libre competencia económica tiene también como objeto la competencia en sí misma considerada, es decir, más allá de salvaguardar la relación o tensión entre competidores, debe impulsar o promover la existencia de una pluralidad de oferentes que hagan efectivo el derecho a la libre elección de los consumidores, y le permita al Estado evitar la conformación de monopolios, las prácticas restrictivas de la competencia o eventuales abusos de posiciones dominantes que produzcan *distorsiones en el sistema económico competitivo. Así se garantiza tanto el interés de los competidores, el colectivo de los consumidores y el interés público del Estado*" (resaltado fuera de texto). Corte Constitucional. Sentencia C-228 de 2010, M.P.: Luis Ernesto Vargas Silva.

5 "*En un mercado de libre competencia*, conforme al diseño del Constituyente (CP art. 333), la libertad contractual surge como mecanismo virtualmente idóneo para decidir *la utilización más ventajosa de los bienes y recursos* económicos y garantizar la eficiencia de la estructura productiva *y el bienestar general de la sociedad, constitucionalmente tutelado como integrante del bien común* (CP art. 333). [...] *La satisfacción de necesidades de la comunidad se confía en un alto grado a las empresas*, de las que depende el nivel de empleo y bienestar" (resaltado fuera de texto). Corte Constitucional. Sentencia T-240 de 1993, M.P.: Eduardo Cifuentes Muñoz. Cfr. también Corte Constitucional. Sentencia T-375 de 1997, M.P.: Eduardo Cifuentes Muñoz.

6 En palabra de la Corte Constitucional, la Constitución económica está compuesta "por las normas constitucionales que ordenan la vida económica de la sociedad y establecen el marco jurídico esencial para la estructuración y funcionamiento de la actividad material productiva". Corte Constitucional. Sentencia C-265 de 1994, M.P.: Alejandro Martínez Caballero.

7 "Sobre las libertades económicas baste recordar aquí que la jurisprudencia constitucional ha señalado que (i) se encuentran reconocidas y garantizadas por la Constitución, dentro de los límites del bien común y del interés social; *(ii) la libertad económica comprende los conceptos de libertad de empresa y libertad de competencia; (iii) la libertad económica es expresión de valores de razonabilidad y eficiencia* en la gestión económica para la producción de bienes y servicios y permite el aprovechamiento de la capacidad creadora de los individuos y de la iniciativa privada". Corte Constitucional. Sentencia C-186 de 2011, M.P.: Humberto Antonio Sierra Porto.



1.1.2.1. LA PROPIEDAD PRIVADA

La protección de los "derechos de propiedad" es esencial para el funcionamiento de una economía de mercado, ya que es el móvil en una economía de este tipo[8]. En un sentido amplio, los derechos reales y el cumplimiento de los personales, la garantía de la acumulación y la libre transmisión de estos, motiva a los miembros de la sociedad, como seres económicamente razonables, a procurar para sí y para los suyos un mayor bienestar.

1.1.2.2. LA LIBRE EMPRESA Y EL QUIÉN, EL QUÉ Y EL CÓMO

Para que el incentivo de la propiedad privada, que activa la iniciativa, el ingenio, la creatividad y la inteligencia, lleve a que las personas dediquen su energía y recursos a aquello que la sociedad necesita, para lo que están mejor capacitadas,

8 "*(i) Es un derecho pleno* porque le confiere a su titular *un conjunto amplio de atribuciones que puede ejercer autónomamente* dentro de los límites impuestos por el ordenamiento jurídico y los derechos ajenos; *(ii) Es un derecho exclusivo* en la medida en que, por regla general, el propietario *puede oponerse a la intromisión* de un tercero en su ejercicio; *(iii) Es un derecho perpetuo* en cuanto *dura mientras persista el bien* sobre el cual se incorpora el dominio, y además, no se extingue –en principio– por su falta de uso; *(iv) Es un derecho autónomo* al no depender su existencia de la continuidad de un derecho principal; *(v) Es un derecho irrevocable*, en el sentido de reconocer que su extinción o transmisión depende por lo general de la propia voluntad de su propietario y no de la realización de una causa extraña o del solo querer de un tercero; y finalmente, *(vi) Es un derecho real* teniendo en cuenta que se trata de un poder jurídico que se otorga sobre una cosa, con el deber correlativo de ser respetado por todas las personas". Corte Constitucional. Sentencia C-133 de 2009, M.P.: Jaime Araújo Rentería.

respecto de necesidades verdaderas, para su satisfacción con mejor calidad y menores precios, se precisa que esas personas puedan actuar sin restricciones. Esa condición es lo que conocemos como libertad de empresa.

Esa libertad de empresa[9] ha sido entendida por la Corte Constitucional en un doble sentido: objetivo y subjetivo[10]. Desde el punto de vista subjetivo, la libre empresa se refiere a que cada quien pueda organizarse según la forma que mejor consulte sus preferencias y conveniencias, sin intervención de otros particulares ni del Estado[11]; y en cuanto al ámbito objetivo, significa que cada quien sea autónomo para resolver qué actividad económica emprenderá y la manera de abordarla[12].

9 Su "núcleo esencial" consiste en aquellas "garantías mínimas que posibiliten el intercambio comercial y, de manera más amplia, la participación de los agentes de mercado [...] En otras palabras, la ejecución de un esfuerzo productivo y la posibilidad de concurrir en el mercado para vender el producto o servicio *son las dos actividades que conforman el núcleo esencial de la libertad de empresa*" (resaltado fuera de texto). Corte Constitucional. Sentencia C-830 de 2010, M.P.: Luis Ernesto Vargas Silva. Este núcleo no puede ser afectado, so pena de tratarse de una intervención inconstitucional: "las libertades económicas son garantías que encuentran restricción en las potestades de dirección del mercado por parte del Estado. No obstante, ese carácter autorrestringido *no puede entenderse como un mecanismo que permita extender la medida de intervención más allá del núcleo esencial de la libertad de empresa y la libre iniciativa privada, de modo que las haga nugatorias y refrende un modelo económico de planificación centralizada*" (resaltado fuera de texto). Ibíd.

10 "[L]a empresa se expresa en *una doble dimensión*: como libertad y como función social". Corte Constitucional. Sentencia T-375 de 1997, M.P.: Eduardo Cifuentes Muñoz.

11 Esta dimensión subjetiva es el derecho de cada persona de ejercer y reclamar como individuo el respeto de su libertad de iniciativa: "la jurisprudencia ha definido de manera consistente y reiterada a la libertad de empresa como un criterio amplio, que *en su aspecto más esencial puede definirse como una facultad que tiene toda persona de realizar actividades de carácter económico, según sus preferencias o habilidades*" (resaltado fuera de texto). Corte Constitucional. Sentencia C-228 de 2010, M.P.: Luis Ernesto Vargas Silva.

12 La dimensión objetiva de los derechos y libertades constitucionales se explica como el contenido que trasciende de lo meramente individual, y pasa a ser un elemento de configuración del sistema mismo, moldeador de políticas públicas, delimitador de la intervención del Estado y garantía de funcionamiento de un sistema consistente con el derechos al trabajo, al libre desarrollo de la personalidad, a la libre escogencia de profesión u oficio, entre otros –que resultan indispensables para la garantía de la libre iniciativa privada–: *el término empresa* en este contexto parece por lo tanto cubrir dos aspectos, *el inicial* –la iniciativa o empresa como manifestación de la capacidad de emprender y acometer– *y el instrumental* –a través de una organización económica típica–, con abstracción de la forma jurídica (individual o societaria) y del estatuto jurídico patrimonial y laboral". "... *una dimensión objetiva que lo vincula al poder público, que garantiza no solamente su debida aplicación y eficacia, sino su consonancia con el resto de principios y derechos consagrados en la [C]arta*, que conforman un sistema coherente de ordenación social, articulado a partir de

Explicada entonces la libertad de empresa desde la óptica del empresario, significa que pueda responder las tres preguntas básicas, sin que el Estado haya previsto limitaciones a esos respectos. Es decir, en ausencia de intromisión en cuanto al "*quien*", al "*qué*" y al "*cómo*" de la actividad económica: "*quién*", en relación al acceso a los mercados[13]; "*qué*", respecto de cuáles actividades se desarrollarán en el mercado[14]; y "*cómo*", en cuanto a la manera de llevarse a cabo esas actividades[15].

1.1.2.3. LA LIBRE COMPETENCIA PARA OBTENER LOS BENEFICIOS DE LA LIBRE EMPRESA

La propiedad privada genera los estímulos. La libre empresa es el marco dentro del cual la iniciativa privada asegura que cada quien pondrá lo mejor de

---

los valores fundamentales que son la base material del Estado social y democrático de derecho" (resaltado fuera de texto). Corte Constitucional. Sentencia C-228 de 2010, M.P.: Luis Ernesto Vargas Silva. Cfr. Corte Constitucional. Sentencias C-568 de 2010, M.P.: Nilson Pinilla Pinilla, y C-830 de 2010, M.P.: Luis Ernesto Vargas Silva.

13 La posibilidad de todos para acceder a los mercados sin barreras injustificadas ha sido definido como el "núcleo esencial" de la libre competencia: "el *núcleo esencial* del derecho a la libre competencia económica consiste en la *posibilidad de acceso al mercado por parte de los oferentes sin barreras injustificadas*" (resaltado fuera de texto). Corte Constitucional. Sentencia C-228 de 2010, M.P.: Luis Ernesto Vargas Silva, Cfr. Corte Constitucional C-537 de 2010, M.P.: Juan Carlos Henao Pérez.

14 La libertad de escoger *qué* actividad económica se desarrollará ha sido descrita por la Corte Constitucional como "una facultad que tiene toda persona de realizar actividades de carácter económico, según sus preferencias o habilidades. [...] El Estado garantiza a los sujetos la posibilidad de *escoger la labor que, en el contexto de su proyecto de vida, prefieran desarrollar*". "... la jurisprudencia ha definido de manera consistente y reiterada a la *libertad de empresa* como un criterio amplio, que *en su aspecto más esencial puede definirse como una facultad que tiene toda persona de realizar actividades de carácter económico, según sus preferencias o habilidades*" (resaltado fuera de texto). Corte Constitucional. Sentencia T-425 de 1992, M.P.: Ciro Angarita Barón. Cfr. Corte Constitucional. Sentencias C-422 de 2005, M.P.: Humberto Antonio Sierra Porto, y C-228 de 2010, M.P.: Luis Ernesto Vargas Silva.

15 "... *existe un interés reconocido y protegido constitucionalmente, en el sentido [de] que deben preservarse las garantías mínimas que posibiliten el intercambio comercial* y, de manera más amplia, la participación de los agentes de mercado, en un marco de condiciones que permita el desarrollo económico y la libre competencia. [...] Dicha libertad se fundamenta en *la libertad de organización de los factores de producción*, la cual incluye la libertad contractual, que *ejercida por el sujeto económico libre*, atiende la finalidad de que en el mercado confluya un equilibrio entre los intereses de los distintos agentes" (resaltado fuera de texto). Corte Constitucional. Sentencia C-830 de 2010, M.P.: Luis Ernesto Vargas Silva.

sí para atraer consumidores, mantenerlos y hacer su propia actividad lo más provechosa posible. Pero solo en un ambiente de competencia esas condiciones redundarán en mejor calidad, productos idóneos y menores precios para los consumidores.

En efecto, dado que lo que quisiera un productor regular es cobrar más, la única razón por la cual ofrece menores precios es que de esa manera se logre que un número mayor de usuarios se decida por sus productos. Todos sabemos que la calidad cuesta; así, los competidores ofrecen la mejor posible solo para que sus consumidores los reconozcan y se mantengan fieles a esos productos y servicios.

Finalmente, las inversiones en investigación y desarrollo son elevadas, y mantener un portafolio amplio de productos con variedad para todos los gustos y necesidades cuesta mucho. De manera que solo la necesidad de competir explica el que los empresarios se embarquen en esas actividades para beneficiar a consumidores y usuarios.

1.1.2.4. LA LIBRE COMPETENCIA COMO UN DERECHO DE TODOS: DE COMPETIDORES, CONSUMIDORES Y DE TODOS

En el artículo 333 CP de 1991 se establece que "[l]a libre competencia es un derecho de todos que supone responsabilidades". Es decir que, en el marco del modelo económico planteado por la Constitución, la libre competencia no es entendida solo como la posibilidad que tienen los productores de competir en un mercado, sino también la de los consumidores de acceder a los bienes y servicios, quienes son los más afectados, y de los demás "todos"[16].

La acepción de la competencia en cuanto destinada a beneficiar a los competidores es fácil de entender. Para explicar que es un derecho al servicio de los usuarios basta repasar lo que se esbozó atrás respecto de la calidad, la idoneidad y los precios.

Más allá, se ha entendido que en una economía de mercado la alocación de los recursos limitados para satisfacer necesidades ilimitadas es más eficiente

---

16 "[S]e concibe la libre competencia como un derecho individual y, a la vez, colectivo, en tanto derecho cuya finalidad no es otra que alcanzar un estado de competencia real, libre y no falseada, que permita la obtención del lucro individual para el empresario, y por el cual se generan beneficios para el consumidor con bienes y servicios de mejor calidad, con mayores garantías y a un precio real justo". CORREA HENAO, MAGDALENA. *Libertad de empresa en el Estado social de derecho*, Bogotá, Universidad Externado de Colombia, 2008.

cuando la realizan los particulares en un régimen de competencia. Pero, cuando aquellos a quienes se les confía esa asignación de recursos no compiten, sino que se cartelizan o abusan de su posición de dominio, además de encarecer los productos para los consumidores o privarlos de la calidad y la elección que de otro modo tendrían a su alcance, concentran para sí y para su sector una cantidad excesiva de recursos que harán falta en otras actividades y generan costos de transacción que afectan a la generalidad de la población.

Así pues, las restricciones a la libre competencia no solo afectan a los competidores y a los consumidores, sino que perjudican severamente el modelo económico y el interés general[17].

1.2. ECONOMÍA SOCIAL DE MERCADO COMO RESULTADO DE LIMITACIÓN A LA LIBRE EMPRESA

Vimos ya que la libre empresa, como la manifestación más primigenia de una "economía de mercado" consagrada en la Carta Política, implica la ausencia de restricciones legales o estatales sobre el quién, el qué y/o el cómo de la actividad económica.

Sin embargo, como se dijo, la libre empresa no es un derecho absoluto pues, lo mismo que ocurre con todos los demás derechos y prerrogativas tratados en la Constitución, presenta choques y roses con los demás derechos consagrados en la misma. En acatamiento de lo que ha señalado la Corte Constitucional, cuando se dan estos choques respecto de temas concretos entre el derecho a la libre empresa y otro derecho es preciso que se armonice la compresión y aplicación de uno y otro y se exige la intervención del Estado[18].

---

17 "Por ello, la protección a la libre competencia económica tiene también como objeto la competencia en sí misma considerada, es decir, más allá de salvaguardar la relación o tensión entre competidores debe impulsar o promover la existencia de una pluralidad de oferentes que hagan efectivo el derecho a la libre elección de los consumidores, y que le permitan al Estado evitar la conformación de monopolios, las prácticas restrictivas de la competencia o eventuales abusos de posiciones dominantes que produzcan distorsiones en el sistema económico competitivo. Así se garantiza tanto el interés de los competidores, el colectivo de los consumidores y el interés público del Estado". Corte Constitucional. Sentencia C-228 de 2010, M.P.: Luis Ernesto Vargas Silva.

18 "... los límites a la libertad económica justifican la intervención estatal en el mercado, de modo que el Estado esté habilitado para ejercer labores de regulación, vigilancia y control, a través de una serie de instrumentos de intervención con los cuales se *controlan y limitan los abusos y deficiencias del mercado*" (resaltado fuera de texto). Corte Constitucional. Sentencia C-228 de 2010, M.P.: Luis Ernesto Vargas Silva.

El resultado de armonizar la libre empresa con esos otros intereses da como resultado la economía *social* de mercado, que se sustenta en que el Estado tiene la dirección de la economía[19].

En esa intervención, como pasa a explicarse, se tendrán en cuenta tanto las fallas de mercado[20] como las fallas en equidad[21].

1.2.1. LIMITACIONES EN RAZÓN DE DERECHOS FUNDAMENTALES

Las libertades individuales, o derechos fundamentales, no son susceptibles de ser restringidos[22]. La idea de su restricción implica la negación del derecho mismo[23].

---

19 "Conforme a lo dispuesto por el artículo 334 de la Constitución Política *al Estado corresponde la dirección de la economía, lo que significa que ésta no queda a merced de lo que pueda suceder en la sociedad*, sino que precisamente para alcanzar las altas finalidades que le competen al Estado para 'promover la prosperidad general y garantizar la efectividad de los principios, derechos y deberes consagrados en la Constitución', así como para 'asegurar la convivencia pacífica y la vigencia de un orden justo' que impone el artículo 2.º de la Carta al Estado Colombiano, *la economía requiere que su dirección general se lleve a cabo por el Estado*" (resaltado fuera de texto). Corte Constitucional. Sentencia C-022 de 2004, M.P.: Alfredo Beltrán Sierra.

20 "... se reconoce la importancia de una economía de mercado y de la promoción de la actividad empresarial, pero por otro [lado], se asigna al Estado no sólo la facultad sino la obligación de intervenir en la economía *con el fin de remediar las fallas del mercado* y promover el desarrollo económico y social" (resaltado fuera de texto). Corte Constitucional. Sentencia C-263 de 2011, M.P.: Jorge Ignacio Pretelt Chaljub.

21 "... el *orden público económico* se consolida sobre la base de un equilibrio entre la economía libre y [la] de mercado, en la que participan activamente los sectores público, privado y externo, y la intervención estatal que busca mantener el orden y *garantizar la equidad en las relaciones económicas*" (resaltado fuera de texto). Corte Constitucional. Sentencia C-083 de 1999, M.P.: Vladimiro Naranjo Mesa.

22 El contenido de preceptos como la *dignidad humana* o la *cláusula democrática* hace *per se* intangibles algunos bienes jurídicos de rango constitucional: "La dignidad humana *implica la intangibilidad de ciertos bienes* no patrimoniales, integridad física e integridad moral (vivir sin humillaciones)" (resaltado fuera de texto). Corte Constitucional. Sentencia T-881 de 2002, M.P.: Eduardo Montealegre Lynett. Cfr. Corte Constitucional. Sentencia T-429 de 2002, M.P.: Juan Carlos Henao Pérez.

23 Cabe aclarar que, según el interés en conflicto con un derecho fundamental, la Corte ha indicado que sí podría haber limitaciones, pero nunca más allá de su "núcleo esencial": "Los derechos fundamentales, en tanto que fijan estándares de actuación susceptibles de desarrollo

En contraste, los derechos económicos en general y la libre empresa en particular nacieron con vocación constitucional de ser regulados y limitados[24] (también con respeto de su "*núcleo esencial*"[25]), tal como se concluye sin dificultad al leer el artículo 334 CP.

Muy pronto, luego de adoptada la Constitución en 1991, la Corte Constitucional aclaró que el de la competencia no es un derecho fundamental.

---

legal, están sujetos a ciertas condiciones de ejercicio y disfrute. Le compete a la Corte *verificar que el legislador no ha[ya] impuesto a los derechos limitaciones excesivas que desconozcan su núcleo esencial*, puesto que éste ha sido entendido como *el reducto medular invulnerable que no puede ser puesto en peligro por autoridad o particular alguno*, de manera que postula la idea de *un contenido mínimo irreductible del derecho* que, por serlo, se erige en barrera infranqueable frente al legislador. Este 'límite de los límites' permite distinguir, en relación con cada derecho, lo que es obra del constituyente y lo que pertenece al quehacer del legislador histórico que, *con la condición de no trasponer el umbral del núcleo esencial, puede actualizarla según la época, tendencias, valores y necesidades de cada momento*. [...] Se ha de aplicar el *juicio de proporcionalidad*, el cual, por su carácter *estricto*, en principio se ha reservado para el estudio de las restricciones impuestas a los derechos fundamentales [...]. [E]n la Sentencia C-673 de 2001 *la Corte enunció algunos casos en los que se ha aplicado un test estricto*" (resaltado fuera de texto). Corte Constitucional. Sentencia T-426 de 1992, M.P.: Eduardo Cifuentes Muñoz. Cfr. Corte Constitucional. Sentencias C-475 de 1997, M.P.: Eduardo Cifuentes Muñoz; C-584 de 1997, M.P.: Eduardo Cifuentes Muñoz; T-799 de 1998, M.P.: Vladimiro Naranjo Mesa; C-142 de 2001, M.P.: Eduardo Montealegre Lynett; C-673 de 2001, M.P.: Manuel José Cepeda Espinosa, y C-354 de 2009, M.P.: Gabriel Eduardo Mendoza Martelo.

24 "... *las libertades económicas son garantías que encuentran restricción en las potestades de dirección del mercado por parte del Estado*. No obstante, *ese carácter autorrestringido no puede entenderse como un mecanismo que permita extender la medida de intervención más allá del núcleo esencial* de la libertad de empresa y la libre iniciativa privada, *de modo que las haga nugatorias y refrende un modelo económico de planificación centralizada*. [...] *[L]as facultades derivadas del derecho a ejercer una actividad económica no son absolutas, pues deben consultar siempre los intereses públicos puestos en juego* [...] [L]a función social, asociada a la empresa, es fuente de un sinnúmero de intervenciones legítimas del Estado que se materializan a través de la ley" (resaltado fuera de texto). Corte Constitucional. Sentencias C-254 de 1996, M.P.: Eduardo Cifuentes Muñoz. Cfr. Corte Constitucional. Sentencias C-645 de 2002, M.P.: Marco Gerardo Monroy Cabra; C-355 de 2003, M.P.: Marco Gerardo Monroy Cabra; C-100 de 2005, M.P.: Álvaro Tafur Galvis, y C-830 de 2010, M.P.: Luis Ernesto Vargas Silva; entre otras.

25 "... de la ley surgen, en consecuencia, *tanto restricciones como estímulos a la libertad de empresa*, por lo que *siempre que se respete el núcleo esencial de dicha libertad de empresa debe reconocerse un amplio poder configurativo en esta materia* al Legislador" (resaltado fuera de texto). Corte Constitucional. Sentencia C-254 de 1996, M.P.: Eduardo Cifuentes Muñoz. Cfr. Corte Constitucional. Sentencias C-355 de 2003, M.P.: Marco Gerardo Monroy Cabra, y C-100 de 2005, M.P.: Álvaro Tafur Galvis; entre otras.

En este orden de ideas, entonces, cuando la fricción se presente entre una de tales libertades fundamentales y una faceta de la libertad de empresa, esta deberá ceder en favor del derecho fundamental[26].

De otra parte, tenemos que el derecho a la libre competencia no es protegible vía tutela, salvo los casos de conexidad con un derecho fundamental, aunque, en su condición de derecho colectivo, puede acudirse a las acciones de grupo y las populares para su salvaguarda y para obtener las reparaciones a que haya lugar.

1.2.2. LIMITACIONES EN RAZÓN DE DERECHOS ECONÓMICOS

Contrario a lo que sucede en los enfrentamientos entre un derecho fundamental y un derecho económico, cuando la fricción se da entre dos intereses económicos[27], la Corte Constitucional ha enseñado que no es posible aplicar ninguna de las aproximaciones tradicionales para resolver conflictos de normas

---

26 Partiendo del supuesto de que las libertades económicas deben siempre estar guiadas por el Preámbulo y los títulos I y II capítulo 1 de la Constitución Política de 1991: "*La Constitución confiere un mayor valor a los derechos y libertades de la persona que a los derechos y libertades de contenido puramente patrimonial*, ya que expresamente establece el dirigismo económico, es decir, consagra un mercado de bienes y servicios pero bajo la dirección del Estado, mientras que proscribe todo dirigismo en materia política, ética o intelectual, por lo cual se puede decir que estatuye una libre circulación de las ideas. Por eso *es lícito concluir que, en términos generales, las libertades de la persona y los derechos de participación ocupan en la Constitución colombiana una posición preferente con respecto a las libertades puramente económicas*. [...] La Corte ha hecho énfasis en que *tanto los posibles estímulos como las limitaciones de orden legal a las que puede verse sometida la libertad económica y de empresa, han de tener como guía la garantía de los derechos fundamentales de las personas y la prevalencia del interés general*" (resaltado fuera de texto). Corte Constitucional. Sentencia C-265 de 1994, M.P.: Alejandro Martínez Caballero. Cfr. Corte Constitucional. Sentencias C-407 de 1994, M.P.: Alejandro Martínez Caballero; C-491 de 2002, M.P.: Marco Gerardo Monroy Cabra, y C-100 de 2005, M.P.: Álvaro Tafur Galvis.

27 *Vgr.*, la libertad de iniciativa privada y el interés del Estado de reservarse una actividad económica (art. 365) o conformar un monopolio rentístico (art. 336): "La existencia de un monopolio estatal de un servicio público o de una actividad estratégica *no atenta en sí misma contra el núcleo esencial de la libertad económica*, por cuanto, reitera la Corte, la propia Constitución las autoriza. [...] la jurisprudencia de esta Corporación ha precisado que la Carta autoriza, excepcionalmente, el establecimiento de *monopolios* como arbitrios rentísticos, en virtud de los cuales el Estado, se reserva la explotación de *ciertas actividades económicas, no con el fin de excluirlas del mercado, sino para asegurar una fuente de ingresos que le permita atender sus obligaciones*" (resaltado fuera de texto). Corte Constitucional. Sentencia C-407 de 1994, M.P.: Alejandro Martínez Caballero. Cfr. Corte Constitucional. Sentencia C-697 de 2008, M.P.: Jaime Córdoba Triviño.

que buscan establecer cuál primará[28], ya que a la Constitución debe aproximarse como a un todo coherente[29] y, por ende, debe buscarse una adecuada armonización de las disposiciones[30].

Para ello se deberá restringir en el menor grado posible cada uno de los intereses en conflicto, evitando siempre afectar el núcleo fundamental de cualquiera de los dos[31].

1.2.3. LIMITACIONES AL QUIÉN: SUBJETIVOS, OBJETIVOS

La primera expresión de la libertad de empresa hace referencia a *quién*[32] se ocupa de un determinado oficio: es lo que se trata como libre entrada o libre salida de los mercados[33]. Esta faceta conjuga una garantía constitucional adicional en la medida que en la Carta se previó que el Estado se abstendrá de exigir permisos o licencias[34] para el ejercicio de actividades económicas.

De acuerdo a la naturaleza del otro interés en conflicto en relación a la persona que ejercerá la actividad[35], las restricciones que será dable imponer

---

28 "... *más allá de esta tensión entre el interés público y el privado, es preciso recordar que la libertad de empresa es reconocida a los particulares por motivos de interés público.* [...] Por ello, a la hora de evaluar la tensión entre el interés público y el privado presente en las normas de intervención económica, el juez constitucional debe acudir a *criterios de proporcionalidad y razonabilidad que, dando prevalencia al interés general y la vigencia del principio de solidaridad, no desconozcan el núcleo esencial de las libertades económicas*, cuyo reconocimiento, en últimas, también se establece por motivos de interés colectivo". Corte Constitucional. Sentencia C-697 de 2008, M.P.: Jaime Córdoba Triviño.

29 Especialmente desde la óptica del contenido de la Constitución económica: "Este mandato específico sobre la regulación de la información comercial, que obviamente incluye la publicidad, deriva de la estrecha relación de estos mensajes con la actividad económica y de mercado, en la medida en que constituyen un incentivo para el desarrollo de determinadas transacciones comerciales. Esto significa que la actividad publicitaria es, en general, más un desarrollo de la libertad económica que un componente de la libertad de expresión, por lo cual la propaganda comercial *se encuentra sometida a la regulación de la Constitución Económica*" (resaltado fuera de texto). Corte Constitucional. Sentencia C-830 de 2010, M.P.: Luis Ernesto Vargas Silva.

30 "El problema de las antinomias o contradicciones internas del ordenamiento jurídico, y específicamente el de *las antinomias constitucionales*, ha sido abordado usualmente por la doctrina a partir de *la connotación de sistema que se predica del ordenamiento jurídico, y que exige la coherencia interna del mismo*. [...] la Corte debe dar aplicación al denominado '*principio de armonización*', para lograr mediante una interpretación sistemática hacer congruentes los distintos preceptos constitucionales que regulan el asunto". Corte Constitucional. Sentencia C-1287 de 2001, M.P.: Marco Gerardo Monroy Cabra.

31 Para las restricciones o afectaciones a libertades y derechos económicos, deberá aplicarse el juicio de proporcionalidad, pero no en su carácter "estricto" (reservado para derechos fundamentales), sino en su carácter "intermedio" o "leve o débil" –según el caso: "*la intensidad de dicho test* [...] *dependerá de la materia* que, en cada caso, sea objeto de análisis; así, como regla general, en materias económicas, tributarias o de política internacional, se habrá de aplicar un test leve, que se limite a 'establecer la legitimidad del fin y de la medida, debiendo ésta última ser, además, adecuada para alcanzar el fin buscado'. [...] *El test leve se orienta a establecer la legitimidad del fin y de la medida, debiendo ésta última ser, además, adecuada para alcanzar el fin buscado.* En consecuencia, la Corte se limita, cuando el test es leve, por una parte, a determinar si el fin buscado y el medio empleado no están constitucionalmente prohibidos y, por otra, a establecer si el medio escogido es adecuado, esto es, idóneo para alcanzar el fin propuesto. Sin que se trate de una enunciación taxativa, y sin que el contenido de una disposición sea el único criterio relevante para definir la intensidad del juicio de constitucionalidad, puede señalarse que la Corte ha aplicado un test leve de proporcionalidad en casos que versan exclusivamente sobre materias 1) *económicas*, 2) tributarias o 3) de política internacional, o 4) cuando está de por medio una competencia específica definida por la Constitución en cabeza de un órgano constitucional, 5) cuando se trata del análisis de una normatividad preconstitucional derogada que aún surte efectos en el presente, o 6) cuando del contexto normativo del artículo demandado no se aprecie *prima facie* una amenaza para el derecho en cuestión. [...] La Corte ha empleado el llamado *test intermedio para analizar la razonabilidad de una medida legislativa, en especial* 1) cuando la medida puede afectar el goce de un derecho constitucional no fundamental, o 2) *cuando existe un indicio de arbitrariedad que se refleja en la afectación grave de la libre competencia*, o 3) cuando se trata de una medida de acción afirmativa. En el test intermedio el nivel de exigencia del análisis es mayor, por cuanto se requiere que el fin no sólo sea legítimo sino, también, constitucionalmente importante, en razón a que promueve intereses públicos valorados por la Carta o en razón a la magnitud del problema que el legislador busca resolver, y que el medio no sólo sea adecuado, sino efectivamente conducente a alcanzar el fin buscado por la norma sometida a control judicial" (resaltado fuera de texto). Corte Constitucional. Sentencias C-445 de 1995, M.P.: Alejandro Martínez Caballero. Cfr. Corte Constitucional. Sentencias C-183 de 1998, M.P.: Eduardo Cifuentes Muñoz; C-810 de 2001, M.P.: Eduardo Montealegre Lynett; C-031 de 2003, M.P.: Manuel José Cepeda Espinosa, y C-354 de 2009, M.P.: Gabriel Eduardo Mendoza Martelo.

32 "La intervención del Estado en la economía puede ser de diferente tipo, [...] se habla de *intervención conformativa*, que establece los requisitos de existencia, formalización y funcionamiento de los actores económicos" (resaltado fuera de texto). Corte Constitucional. Sentencia C-150 de 2003, M.P.: Manuel José Cepeda Espinosa.

33 "... el *núcleo esencial* del derecho a la libre competencia económica consiste en la *posibilidad de acceso al mercado por parte de los oferentes sin barreras injustificadas*. [...] Para ello [el Estado] *debe remover los obstáculos que impiden el libre acceso* a los mercados de bienes y servicios" (resaltado fuera de texto). Corte Constitucional. Sentencia C-697 de 2008, M.P.: Jaime Córdoba Triviño. Cfr. Corte Constitucional. Sentencias C-228 de 2010, M.P.: Luis Ernesto Vargas Silva, y C-537 de 2010, M.P.: Juan Carlos Henao Pérez.

34 Art. 84 CP: "Cuando un derecho o una actividad hayan sido reglamentados de manera general, *las autoridades públicas no podrán establecer ni exigir permisos, licencias o requisitos adicionales para su ejercicio*". Art. 333 CP: "La actividad económica y la iniciativa privada son libres, dentro de los límites del bien común. *Para su ejercicio, nadie podrá exigir permisos previos ni requisitos, sin autorización de la ley*" (resaltado fuera de texto).

35 Siendo la regla general la libertad para escoger y ejercer profesión u oficio, de conformidad con lo previsto en los artículos 16, 26, 84 y 333 CP: "La *libertad de escoger y ejercer profesión u oficio*, reconocida como derecho fundamental en el artículo 26 de la Carta Política, ha sido definida

se refieren a (i) reservarlas para el Estado, (ii) prohibiciones o (iii) calificando los sujetos que pueden adelantarlas.

Las calificaciones, a su vez, pueden darse para las formas societarias o para los seres humanos.

1.2.3.1. ACTIVIDADES RESERVADAS AL ESTADO

Algunas actividades económicas están reservadas constitucional o legalmente al Estado[36]. Estas, a su vez, pueden dividirse en las que pertenecen por naturaleza a las funciones que el Estado desarrolla y las que, siendo propias de los particulares, se le entregan monopólicamente a este para que derive rentas[37].

---

por la jurisprudencia como uno de los estandartes de la dignidad de la persona, en tanto guarda relación con otros derechos constitucionales y permite al individuo diseñar en forma autónoma su proyecto de vida en una de las facetas más importantes de la condición humana" (resaltado fuera de texto). Corte Constitucional. Sentencia C-524 de 1995, M.P.: Carlos Gaviria Díaz. Cfr. Corte Constitucional. Sentencias C-624 de 1998, M.P.: Alejandro Martínez Caballero; C-870 de 2003, M.P.: Jaime Araújo Rentería; C-070 de 2004, M.P.: Clara Inés Vargas Hernández; C-486 de 2009, M.P.: María Victoria Calle Correa; C-352 de 2009, M.P.: Luis Ernesto Vargas Silva; C-819 de 2010, M.P.: Jorge Iván Palacio Palacio, y C-263 de 2011, M.P.: Jorge Ignacio Pretelt Chaljub.

36 "*A este respecto conviene distinguir los monopolios legales*, cuyo único fundamento puede estar dado por una finalidad puramente rentística, *y la reserva estatal de ciertos servicios públicos*, que puede producirse en virtud de la ley de manera total o parcial con el objeto de asegurar el bienestar general y el mejoramiento de la calidad de vida de la población, o simplemente por razones de soberanía (CP art. 365). En los dos casos, creación de un monopolio legal o reserva estatal de una actividad económica que establece una titularidad pública exclusiva, *se reduce legítimamente el ámbito de la iniciativa privada (CP art. 333), pero los procedimientos para su imposición y las finalidades que se persiguen con estas dos técnicas de derecho público son diferentes*" (resaltado fuera de texto). Corte Constitucional. Sentencia C-318 de 1994, M.P.: Eduardo Cifuentes Muñoz. Cfr. Corte Constitucional. Sentencias C-407 de 1994, M.P.: Alejandro Martínez Caballero, y C-571 de 2003, M.P.: Jaime Araújo Rentería.

37 "*Dentro del diseño económico constitucional, el monopolio resulta ser una figura en cierta medida reprobable*, al punto que le encomienda al Estado evitar las prácticas monopolísticas, porque entiende que vulneran los principios que informan la libertad económica, fundamentalmente la libre competencia que se recoge por la Carta Política como 'un derecho de todos' (arts. 75 inciso 2 y 333 inciso 4), *pero permite el monopolio público bajo ciertos condicionamientos, e incluso prohíja el monopolio oficial dentro de una significación diferente al arbitrio rentístico*, autorizando al Estado para reservarse, de acuerdo con la ley, determinadas actividades estratégicas o servicios públicos, desde luego, y como en cualquier caso, indemnizando a quienes se vean privados del ejercicio de una actividad lícita" (resaltado fuera de texto). Corte Constitucional. Sentencia C-154 de 1996, M.P.: Antonio Barrera Carbonell.

Así, la primera forma de limitación en cuanto al *quién* se da cuando alguna actividad se considera íntimamente ligada con la función estatal, de manera que la misma solo se puede desarrollar por este, como por ejemplo en el caso de la justicia o el comercio de las armas.

Una segunda forma de excluir a los particulares de ciertas actividades es erigirlas en monopolios rentísticos[38]. En este caso se trata de actividades lucrativas que por su naturaleza no son estatales, pero que el Estado resuelve reservar para sí para que de su explotación se extraigan rentas destinadas a sus arcas[39].

1.2.3.2. PROHIBICIONES

En oportunidades se evidencia que la actividad económica sería tan agresiva en contra de algún interés superior tutelado que no se encuentra forma de regular su desarrollo y lo único que procede es su prohibición[40].

1.2.3.3. ACTIVIDADES CON SUJETO CALIFICADO

Finalmente, las formas más clásicas de la limitación en cuanto al *quién* se refieren a los casos en que, si quien ejercita la actividad no cumple con alguna condición o calificación, se puede poner en riesgo algún interés protegido de los usuarios[41] o a la colectividad misma[42].

---

38 "*El monopolio rentístico es un instrumento que protege la explotación de determinadas actividades económicas para que el Estado se procure cierto nivel de ingresos* con el fin de atender sus obligaciones" (resaltado fuera de texto). Corte Constitucional. Sentencia C-540 de 2001, M.P.: Jaime Córdoba Triviño.

39 "Para el Estado *la finalidad del monopolio no es excluir la actividad económica del mercado, sino reservarse una fuente de recursos económicos que le reporte su explotación*. [...] Para esta Corporación, en la constitución de un monopolio *deben estar presentes dos elementos*: uno, el carácter de arbitrio rentístico, y dos, la finalidad de interés público y social" (resaltado fuera de texto). Corte Constitucional. Sentencia C-540 de 2001, M.P.: Jaime Córdoba Triviño.

40 "Los actos de intervención estatal pueden someter a los actores económicos a [...] un régimen de interdicción, que *prohíbe ciertas actividades económicas juzgadas indeseables*" (resaltado fuera de texto). Corte Constitucional. Sentencia C-150 de 2003, M.P.: Manuel José Cepeda Espinosa.

41 "*La exigencia de títulos de idoneidad, apunta al ejercicio de la profesión, porque es una manera de hacer pública la aptitud adquirida merced a la formación académica*. Y, en general, *todo ejercicio de una profesión tiene que ver con los demás, no solamente con quien la ejerce*. [...] Todo, con fundamento en el artículo 26 de la Constitución, que obedece a la *función social implícita en el ejercicio profesional*" (resaltado fuera de texto). Corte Constitucional. Sentencia C-280 de 1995, M.P.: Jorge Arango Mejía.

42 "El legislador, por razones de orden público, como lo prevé el artículo 100 de la Constitución, y

Dentro de estas se cuentan las calificaciones de las personas que pueden ejercer la actividad, lo mismo que los requerimientos sobre la organización a través de la cual se hará el trabajo.

1.2.4. LIMITACIONES CON RESPECTO AL QUÉ

La segunda forma de restricción a la libre empresa se puede presentar en cuanto a *qué* es permitido hacer una vez que el agente económico ya ha ingresado a un mercado determinado[43]. Así, se presentan casos en que se identifica que un interés legítimo se vería amenazado si ese agente distrae sus recursos o su atención en más de una actividad, o si lo hace respecto de algunas que son irreconciliables entre sí o que, llevadas a cabo al mismo tiempo, generan conflictos de interés.

Para estas hipótesis, las restricciones a la libertad de empresa toman la forma de objetos sociales exclusivos, inhabilidades o incompatibilidades.

1.2.4.1. OBJETOS SOCIALES EXCLUSIVOS

A veces se presentan casos en que una actividad tiene tal nivel de repercusión social que se precisa que quien se dedique a ella no pueda estar distraído en ningún otro oficio[44], o que los recursos que sirven de garantía de que hay suficiente respaldo para asumir las responsabilidades de la actividad deban estar asegurados, de modo que no lo estarían si una misma organización puede ocuparse de esa actividad y otras.

particularmente por motivos sociales y económicos vinculados al mantenimiento del orden público económico, puede establecer, en casos especiales, restricciones al trabajo de los extranjeros, en determinadas ocupaciones y profesiones. Piénsese, por ejemplo, en las leyes que se dicten para asegurar el pleno empleo de los colombianos" (resaltado fuera de texto). Corte Constitucional. Sentencia C-280 de 1995, M.P.: Jorge Arango Mejía.

43 "La intervención del Estado en la economía puede ser de diferente tipo, [...] se habla de *intervención condicionante*, que propiamente fija las reglas de juego del mercado o de un sector económico" (resaltado fuera de texto). Corte Constitucional. Sentencia C-150 de 2003, M.P.: Manuel José Cepeda Espinosa.

44 So pena de ser sancionado. Hace parte de la libertad de configuración del Legislador –sobre todo para sectores de interés especial (como los servicios públicos). Cfr. Corte Constitucional. Sentencia SU-166 de 1999, M.P.: Alejandro Martínez Caballero; C-955 de 2000, M.P.: José Gregorio Hernández Galindo; C-432 de 2010, M.P.: Humberto Antonio Sierra Porto. Consejo de Estado, Sala de lo Contencioso Administrativo. C.P.: Delio Gómez Leyva. Sentencia de 6 de junio de 1997; C.P.: Daniel Manrique Guzmán. Sentencia del 7 de octubre de 1999, exp. 9520; C.P.: Germán Ayala Mantilla. Sentencia del 17 de septiembre de 1999. Exp. 9404; M.P.: Ligia López Díaz. Sentencia del 18 de septiembre de 2003. Rad. 13353.

En estos eventos la respuesta ha sido forzar que las empresas que se ocupen de la actividad económica así caracterizada solo puedan tener ese objeto.

1.2.4.2. INHABILIDADES E INCOMPATIBILIDADES

Cuando el otro derecho que riñe con la libre empresa implica que, en una situación concreta, el agente económico se vería enfrentado a tener que atender simultáneamente intereses que no son compatibles, la respuesta regulatoria es crear una inhabilidad o una incompatibilidad[45].

Aun cuando se han dado muchas definiciones de los conceptos de inhabilidad y de incompatibilidad, y en oportunidades se tratan como sinónimos, los diferenciamos de la siguiente manera.

Cuando la circunstancia que se ha identificado como merecedora de una protección afecta a la persona del agente económico hablamos de una inhabilidad[46]. Esto en razón a que es una condición intrínseca a la persona que la hace no hábil para un cierto oficio u ocupación[47].

45 "... la Corte reiteradamente ha señalado que aquellas medidas que limitan o restringen los derechos de una persona o de un colectivo de personas de acceder a un puesto de trabajo; escoger profesión u oficio; o competir en igualdad de condiciones para acceder a un cargo o función pública, deben fundarse en argumentos objetivos y razonables. En particular, *la norma de que se trate debe perseguir un fin valioso y ser útil, necesaria y estrictamente proporcionada respecto de dicho fin.* [...] *Dado su carácter prohibitivo, su consagración debe ser expresa, al tiempo que su interpretación estricta*, esto es que su deducción y aplicación siempre debe estar ajustada a los presupuestos que para cada causal haya señalado el constituyente o el legislador, dado que no es posible su aplicación extensiva o analógica" (resaltado fuera de texto). Cfr. Consejo de Estado, Sala Plena de lo Contencioso Administrativo. Sentencia P10148 de 22 de enero de 2002; Corte Constitucional. Sentencia C-606 de 1992, M.P.: Ciro Angarita Barón.

46 "*Su finalidad es la protección de preceptos como la lealtad empresarial, la moralidad, la imparcialidad, la eficacia, la transparencia, el interés general o el sigilo profesional, entre otros fundamentos.* Es este sentido, las *prohibiciones e inhabilidades corresponden a modalidades diferentes de protección del interés general y no se identifican ni asimilan a las sanciones* que se imponen por la comisión de delitos o de faltas administrativas. Desde este punto de vista *la inhabilidad no constituye una pena ni una sanción.* [...] Dado que las inhabilidades restringen los derechos fundamentales señalados, *su regulación debe adecuarse a un estricto criterio de razonabilidad y proporcionalidad*, pues si bien el legislador goza de cierta discrecionalidad para consagrarlas, esa facultad de configuración normativa no es absoluta, puesto que no pueden limitar injustificada ni excesivamente los referidos derechos" (resaltado fuera de texto). Cfr. Corte Constitucional. Sentencia C-780 de 2001, M.P.: Jaime Córdoba Triviño.

47 A modo de ejemplo, condiciones como nexos familiares: "*Para lograr la transparencia* la norma

Y cuando la persona del agente económico no ha sido afectada, sino que se trata de circunstancias que ocurren y que pueden ser o no ser en el tiempo, y que lo colocan en una situación como las descritas, se tratará de una incompatibilidad[48]. Ello por cuanto no hay nada en la persona que la inhiba de realizar una tarea, sino que dos ocupaciones o responsabilidades no son compatibles una con la otra.

1.2.5. LIMITACIONES AL CÓMO

Finalmente, pero no con menos calado, se presenta la hipótesis en que el agente económico puede ingresar al mercado, puede dedicarse a la actividad que corresponda, pero se identifica que, de no ser por la intervención estatal, los participantes del mercado respectivo posiblemente desarrollarían su actividad económica de un modo que no tienen en cuenta ese interés válido[49].

En estos casos, nuevamente, se precisará de la regulación, para que el Estado se asegure de que esos otros intereses sean adecuadamente tutelados, aun a pesar de que ello implique que el resultado sería distinto del que se obtendría dejando la libre empresa sin restricciones[50].

---

acusada excluye a los familiares de determinados servidores de la posibilidad de contratar con la entidad de la cual forma parte el funcionario. Este criterio es adecuado, pues entre los miembros de un mismo grupo familiar existen nexos de lealtad y simpatía, que podrían parcializar el proceso de selección, el cual dejaría entonces de ser objetivo. En efecto, es perfectamente humano intentar auxiliar a un familiar, pero estos favorecimientos en la esfera pública contradicen la imparcialidad y eficiencia de la administración estatal, la cual se encuentra al servicio del interés general" (resaltado fuera de texto). Cfr. Corte Constitucional. Sentencia C-429 de 1997, M.P.: Alejandro Martínez Caballero.

48 "… el señalamiento constitucional de incompatibilidades implica *necesariamente la consagración de límites y excepciones a la actividad de la persona, la cual no estaría cobijada por ellos si no fuera por el cargo que desempeña*. Desde ese punto de vista comporta un trato diferente al aplicable para los demás pero justificado en razón de los superiores intereses públicos. *La incompatibilidad significa imposibilidad jurídica de coexistencia de dos actividades*" (resaltado fuera de texto). Corte Constitucional. Sentencia C-349 de 1994, M.P.: José Gregorio Hernández Galindo.

49 "… la intervención del Estado en la economía puede ser de diferente tipo […] se habla de *intervención finalística*, que señala los objetivos generales o las metas concretas a los cuales han de propender los actores económicos" (resaltado fuera de texto). Corte Constitucional. Sentencia C-150 de 2003, M.P.: Manuel José Cepeda Espinosa.

50 *Vgr.*, propósitos redistributivos, a través del ejercicio de la libertad de empresa: "La Constitución no desconoce que la efectividad de los derechos económicos, sociales y culturales depende directamente de las condiciones materiales de la sociedad y de su adecuada distribución. […] *[E]l legislador debe respetar los parámetros constitucionales establecidos para una más justa y equitativa redistribución de los recursos económicos y sociales con el objeto de favorecer a los grupos tradicionalmente marginados de los beneficios de la riqueza.* […] *[L]o anterior no significa que el Estado deba en todo caso buscar la transformación de la propiedad pública o privada en propiedad asociativa o solidaria*. Lo que sí impone la Carta es la obligación de dar prioridad, en cualquier caso de injerencia legítima del Estado –privatización, venta de activos de sus empresas, participación en la gestión empresarial, etc.–, a estos tipos de propiedad que por su carácter democrático y participativo contribuyen a realizar el Estado social de derecho" (resaltado fuera de texto). Corte Constitucional. Sentencia T-533 de 1992, M.P.: Eduardo Cifuentes Muñoz. Cfr. Corte Constitucional. Sentencia C-074 de 1993, M.P.: Ciro Angarita Barón.

El típico ejemplo son los reglamentos técnicos o normas técnicas colombianas oficiales obligatorias. Para que estas lleguen a serlo se precisa que se haya identificado que de no cumplirse con algún estándar para el bien o servicio se pondría en riesgo la vida, seguridad o salubridad de las personas, animales o plantas. Y, por ello, aún a costa del precio y o la variedad de alternativas, se fuerza a que se cumpla con ese mínimo de seguridad.

1.2.6. LAS DISPOSICIONES SOBRE COMPETENCIA COMO UNA LIMITACIÓN AL CÓMO

Ahora bien, en un esquema de libre empresa absoluto, entonces, los empresarios actuarían del modo que mejor sirva sus intereses, y en casi todos los escenarios ello beneficiará a los consumidores e implicará que el interés general de la eficiencia del aparato productivo y la mejor asignación de recursos se logre sin mayor esfuerzo.

Pero vimos que en algunos eventos el avance en los intereses particulares de los empresarios deja de lado algún otro interés constitucionalmente protegido. Esto sucede con la libre competencia.

Ciertamente, en múltiples hipótesis los empresarios estarían mejor no compitiendo. Piénsese en un acuerdo de precios que permitiera que las tasas de interés para alguna modalidad de precios estuvieran por encima de lo que el libre mercado forzaría. Obviamente, los bancos involucrados obtendrían mayores utilidades en el escenario del acuerdo que esforzándose por bajar ese precio al menor posible y atraer clientes. Pero los consumidores pagarían más y una cantidad exagerada de recursos se acumularía en manos de esos bancos, en detrimento de otras actividades o agentes que pueden precisarlos.

Con esta racional entonces se han identificado las conductas de los empresarios que implicarían que no están compitiendo como se requiere y se

han consagrado como prohibiciones en cuanto al cómo se puede desarrollar la libre empresa.

Así entendidas, las normas sobre libre competencia son las restricciones que se le imponen al *cómo* de la libre empresa, para asegurar, a "todos", los beneficios que una economía social de mercado acarrea.

2. PARTICULARIDADES CONSTITUCIONALES: ACTIVIDAD DE INTERÉS GENERAL Y "PREVIA AUTORIZACIÓN DEL ESTADO" COMO RESTRICCIÓN AL QUIÉN

Luego del anterior vistazo a la dinámica de la regulación general de competencia miraremos ahora algunas particularidades de esta en la actividad financiera y bursátil.

En el artículo 335 CP se establece que las "actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos de captación [...] son de interés público y *sólo pueden ser ejercidas previa autorización del Estado*, conforme a la ley, la cual regulará la forma de intervención del gobierno en estas materias y promoverá la democratización del crédito".

Este precepto constitucional se presenta como una restricción al *quién* y limitará, mediante una serie de exigencias regulatorias, el ejercicio de las actividades. A ese respecto la Corte Constitucional[51] ha sido clara al interpretar

51 "Existen varias razones por las cuales el constituyente estableció de manera explícita una arquitectura institucional tan detallada para la regulación de subsectores económicos específicos como el asegurador, el financiero y el bursátil. De hecho, la Constitución misma señala el punto de partida de dichas razones, al indicar que se trata de actividades de '*interés público*'. Ese interés público nace, por supuesto, del hecho de que se trata de actividades en las que se maneja, aprovecha e invierten recursos captados del público, rasgo que también reconoce la propia Constitución. Son actividades, por lo demás, que canalizan de manera importante el ahorro de la nación hacia la inversión, lo cual enfatiza su definición como actividades de interés público.
"Sin embargo, estas razones no bastan para explicar el especial cuidado que la Constitución pone en el diseño del régimen institucional y de competencias regulatorias de estas actividades específicas, pues existen muchos otros sectores económicos que pueden considerarse de interés público, y que de alguna manera manejan y aprovechan cuantiosos recursos del público. Piénsese, por ejemplo, en los manejos de tesorería de un gran conglomerado industrial, o en la importancia que para el interés público tienen ciertos sectores agrícolas o de servicios. No obstante, respecto de ellos el constituyente no hizo una mención tan expresa, específica y minuciosa.
"Lo que tienen en común las actividades financieras, bursátiles, aseguradoras y otras afines, que las distingue de otras actividades económicas igualmente importantes, pero no sometidas a la fuerte intervención estatal que para aquellas autoriza la Constitución, es que dependen

el artículo 335 CP, diciendo que si bien existen otras actividades económicas consideradas de interés público que no requieren autorización previa para su ejercicio, la relevancia de las actividades financiera y bursátil para el desarrollo económico y para el financiamiento de la inversión pública y privada hacen que esa restricción cobre una justificación importante, ya que lo que está fi-

para su correcto funcionamiento de un voto colectivo, permanente y tácito de confianza, cuyo quebrantamiento puede generar consecuencias catastróficas para la economía de un país. La cotidianidad rutinaria de las transacciones bursátiles, aseguradoras y financieras a veces opaca el hecho de que cada una de ellas está fundada en una presunción intangible y frágil, pero esencial, en el sentido de que será cumplida la obligación a futuro a que se compromete la respectiva entidad financiera, bursátil o aseguradora. Esa presunción no tiene garantía distinta a la solidez misma del sistema. Cuando una persona deposita en una cuenta bancaria una suma de dinero, presume y confía que al día siguiente podrá retirar esa misma suma, más las anteriores que hubiese podido depositar. Esa presunción sólo es posible gracias a una confianza sistémica, no explícita, pero verdadera, en la solidez de la entidad financiera respectiva. Lo mismo puede afirmarse respecto de quien compra un título bursátil, que espera, al vencimiento del mismo, que se le pague la suma representada en el título. Sólo la posesión del título le permite confiar en el cumplimiento de la obligación. Y en el caso de quien suscribe un contrato de seguros, la persona paga una prima en el entendido de que de ocurrir el siniestro descrito en el contrato le será pagada una indemnización o beneficio. No existe ninguna garantía de que ello ocurrirá, excepto la derivada de la seriedad de la compañía de seguros, fruto de que ella cumple con los estándares regulatorios y prudenciales preestablecidos. En estos tres ejemplos sencillos, que se pueden extrapolar a todo tipo de transacciones financieras, es la confianza en la solidez del sistema financiero, originada a su vez en la confianza en la calidad, seriedad y operatividad de la regulación estatal sobre ella, la que permite que las personas acepten operar a través del sistema y realizar transacciones con él.
"La actividad financiera, bursátil y aseguradora es, pues, una actividad esencial para el desarrollo económico; constituye principal mecanismo de administración del ahorro del público y de financiación de la inversión pública y privada y está fundada en un pacto intangible de confianza. Se trata de la confianza por parte de los usuarios en que las obligaciones derivadas de la respectiva obligación serán rutinariamente satisfechas. Y esa confianza está a su vez cimentada en una regulación adecuada y en la convicción pública de que las entidades que hacen parte del sistema están vigiladas técnica y profesionalmente. Esa confianza ha de ser permanente, continua, y totalmente extendida para que el sistema funcione. La historia económica global reciente demuestra que este no es un planteamiento meramente teórico: en el momento en que se rompe la confianza, el sistema financiero se paraliza, y con él la economía que de él depende. Las personas empiezan a desconfiar del sistema, y de su capacidad de cumplir la promesa contenida en cada una de las millones de transacciones diarias que dentro de él se realizan. El mantenimiento de esa confianza pública es el objetivo principal de la intervención del Estado en este tipo de actividades. En eso, principalmente, consiste el carácter de '*interés público*' que la Constitución le imprime a este tipo de actividades, y de ahí el particular diseño institucional con el cual el constituyente dotó al Estado para permitirle la intervención en este tipo de actividades económicas". Corte Constitucional. Sentencia C-640 de 2010, M.P.: Mauricio González Cuervo.

nalmente en juego es la confianza con que las personas depositan sus recursos en manos de terceros.

Esa restricción constitucional al *quién* se manifiesta en limitaciones de tipo objetivo y subjetivo.

2.1. RESTRICCIONES SUBJETIVAS

Al final de cuentas la actividad financiera es el comercio de la confianza, y esa confianza solo se predica de seres humanos.

Con sustento en esa realidad, existen una serie de limitaciones en cuanto a las personas naturales que componen las sociedades que se van a dedicar a la actividad, a quienes las pueden controlar y a los administradores de las mismas.

En ese sentido, lo que busca la intervención es que el ejercicio de la actividad financiera esté en manos de personas naturales confiables, capaces de administrar los recursos captados.

2.2. RESTRICCIONES OBJETIVAS

Por otro lado, adicional a la calidad de las personas que han de llevar a cabo el ejercicio de la actividad se encuentran profundas restricciones objetivas también referidas al *quién*, que consisten en determinar condiciones para los sujetos que podrán ejercerla, en relación con los riesgos identificados para los ahorradores y la colectividad. Dentro de esas condiciones se cuentan el tipo societario, capitales mínimos, relaciones de solvencia, márgenes de solvencia, órganos societarios, mínimos de autoridad, número de integrantes, estructuras organizativas, objetos sociales, operaciones autorizas, destinación de recursos, entre otros muchos elementos, con los cuales se pretende proteger los intereses involucrados en el correcto desarrollo de la actividad financiera y bursátil.

3. PARTICULARIDADES EN LA LEY MARCO DE INTERVENCIÓN

Como sabemos, la intervención en las actividades financiera y bursátil no está en cabeza del legislativo, como para el resto de los sectores económicos, sino que es responsabilidad del Presidente de la República.

Ahora bien, para que el ejecutivo lleve a cabo esa labor deberá atender los objetivos que el Congreso le señale y hacer uso de los instrumentos que ese mismo órgano le precise.

Un número importante de esos objetivos se relacionan con la protección de la competencia y de los derechos de los consumidores.

3.1. PARA LA ACTIVIDAD FINANCIERA

En el artículo 1 de la Ley 35 de 1993, el cual fue incorporado en el artículo 46 del Estatuto Orgánico del Sector Financiero (EOSF), se determinan los objetivos que tiene que perseguir la intervención del Estado en la actividad financiera, así:

> Conforme al artículo 150 numeral 19 literal d) de la Constitución Política, corresponderá al Gobierno Nacional ejercer la intervención en las actividades financiera, aseguradora, y demás actividades relacionadas con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público, con sujeción a los siguientes objetivos y criterios:
>
> [...]
>
> e. Promover la libre competencia y la eficiencia por parte de las entidades que tengan por objeto desarrollar dichas actividades;
>
> [...]
>
> h. Que el sistema financiero tenga un marco regulatorio en el cual cada tipo de institución pueda competir con los demás bajo condiciones de equidad y equilibrio de acuerdo con la naturaleza propia de sus operaciones.
>
> [...]
>
> o) Que las entidades vigiladas, las asociaciones gremiales, las asociaciones de consumidores debidamente reconocidas y las autoridades que ejercen la intervención del Estado en el sector financiero, implementen mecanismos encaminados a lograr una adecuada educación sobre los productos, servicios y derechos del consumidor financiero.
>
> p) Incentivar la adecuada participación de las asociaciones de Consumidores Financieros en la formulación de las disposiciones que los afecten[52].

---

52 Art. 46 EOSF.

3.2. PARA LA ACTIVIDAD BURSÁTIL

En ese mismo orden, en el artículo 1 de la Ley 964 de 2005 se prevén los objetivos que se deben lograr y los criterios que se debe cumplir con la intervención que el Estado en el mercado público de valores:

1. Proteger los derechos de los inversionistas.
2. Promover el desarrollo y la eficiencia del mercado de valores.
3. Prevenir y manejar el riesgo sistémico del mercado de valores.
4. Preservar el buen funcionamiento, la equidad, la transparencia, la disciplina y la integridad del mercado de valores y, en general, la confianza del público en el mismo.

Adicionalmente se prevé, entre los criterios que debe cumplir la intervención en la actividad bursátil, "[q]ue se evite impedir o restringir la competencia".

4. PARTICULARIDADES DE LA NORMA SOBRE SUPERVISIÓN

Según el numeral 24 del artículo 189 CP[53], la supervisión de las entidades dedicadas a la actividad financiera y bursátil le corresponde al Presidente de la República.

Y de acuerdo con la ley, el Presidente ejerce esta supervisión por medio de la Superintendencia Financiera, y ahora también por conducto de la Superintendencia de Industria y Comercio.

En las leyes que regulan esa supervisión se encuentran los objetivos que deben cumplir estas entidades en su ejercicio. Algunos de esos objetivos están relacionados con el mandato constitucional de garantizar la libre competencia como un derecho de todos.

53 Art. 189 CP: "Corresponde al Presidente de la República como Jefe de Estado, Jefe del Gobierno y Suprema Autoridad Administrativa:
"[...]
"24. Ejercer, de acuerdo con la ley, la inspección, vigilancia y control sobre las personas que realicen actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento o inversión de recursos captados del público. Así mismo, sobre las entidades cooperativas y las sociedades mercantiles".

4.1. EN GENERAL

En el artículo 6 de la Ley 1340 de 2009 se estatuye a la Superintendencia de Industria y Comercio (SIC) como la autoridad nacional de protección de la competencia[54]. En el marco de esta disposición, en el numeral 3 del artículo 1 del Decreto 4886 de 2011 se le asigna a este ente de supervisión la función de "[c]onocer en forma privativa de las reclamaciones o quejas por hechos que afecten la competencia en los mercados nacionales".

Así las cosas, dentro del mismo numeral mencionado se prevé que en el ejercicio de esa función solo se deben tramitar aquellas situaciones que "sean significativas, para alcanzar en particular, los siguientes propósitos: la libre participación de las empresas en el mercado, el bienestar de los consumidores y la eficiencia económica".

En este orden de ideas, dentro de los objetivos de la supervisión que realiza la SIC se encuentran la libre concurrencia al mercado, la optimización de los beneficios que reciben los consumidores y el que las actividades económicas se realicen de la manera más eficiente posible. Esto se traduce en la necesidad de este ente supervisor de dar cumplimiento al deber de garantizar la libre competencia.

4.2. EN PARTICULAR PARA LA ACTIVIDAD FINANCIERA Y BURSÁTIL

En el numeral 1 del artículo 325 EOSF se establecen la naturaleza de la Superintendencia Financiera del Colombia y los objetivos que esta debe perseguir.

Dentro de estos objetivos, en el literal h) del mencionado numeral se prevé que la Superintendencia Financiera debe "[v]elar porque las entidades sometidas a su supervisión no incurran en prácticas comerciales restrictivas del libre mercado y desarrollen su actividad con sujeción a las reglas y prácticas de la buena fe comercial".

54 Art. 6 Ley 1340 de 2009: "*Autoridad nacional de protección de la competencia.* La Superintendencia de Industria y Comercio conocerá en forma privativa de las investigaciones administrativas, impondrá las multas y adoptará las demás decisiones administrativas por infracción a las disposiciones sobre protección de la competencia, así como en relación con la vigilancia administrativa del cumplimiento de las disposiciones sobre competencia desleal".

Como se puede ver, dentro de lo que la ley determina que se debe cumplir con el ejercicio de las funciones constitucionales de inspección y vigilancia encontramos que la Superintendencia Financiera debe velar por la efectiva garantía del derecho constitucional a la libre competencia económica.

En este punto queda aún por aclarar a cuál de las dos superintendencias, la SIC o la Financiera, o si a ambas, corresponde ejercer la función de instrucción en relación con el cumplimiento de las disposiciones de prácticas comerciales restrictivas de la competencia por parte de las entidades financieras, bursátiles, aseguradoras y pensionales.

5. NORMATIVIDAD SUSTANCIAL

Con lo que hemos descrito hasta ahora como escenario, en los números que siguen se pretende describir las disposiciones que consagran las prácticas prohibidas por ser restrictivas de la libre competencia.

Vale la pena, por tanto, resaltar que lo que hasta ahora se ha dicho lo ha sido en relación con las disposiciones constitucionales y de política económica que sustentan la materia que nos ocupa, disciplina a la que, es sabido, corresponden criterios de interpretación, aproximación y armonización propios.

Lo que sigue, en contraste, es legislación. Pura y simple legislación.

Se trata de normas colombianas para ser aplicadas en Colombia, de orden público económico, cuya infracción puede acarrear sanciones administrativas, mediante las cuales se ha limitado la libre empresa para garantizarle a la colectividad los beneficios de un esquema de economía social de mercado.

Así las cosas, las disposiciones deben leerse e interpretarse de acuerdo con los parámetros que para ese propósito se encuentran en el código civil, la Ley 157 y todo lo que nuestra jurisprudencia y doctrina han dispuesto. Llaman a una interpretación restrictiva, no soportan aplicación analógica y la carga de la prueba corresponde al demandante o, según el caso, a la superintendencia que realice la investigación.

5.1. COEXISTENCIA DE LOS REGÍMENES GENERAL Y ESPECIAL PARA LAS ACTIVIDADES FINANCIERA Y BURSÁTIL

El régimen general de protección a la competencia, compuesto por la Ley 155 de 1959, el Decreto 2153 de 1992 y la Ley 1340 de 2009, es aplicable a todas las actividades económicas y a todos los sectores. Sin embargo, es posible que coexista con regímenes especiales de protección a la competencia para determinados sectores. En caso de presentarse esta situación, los regímenes especiales prevalecen[55].

El régimen de protección a la competencia lo componen dos grandes áreas: (i) las prohibiciones sobre prácticas comerciales restrictivas o régimen antimonopolios y (ii) las disposiciones que regulan el control de las integraciones empresariales.

Comenzaremos con las prácticas restrictivas de la competencia, para lo cual abocaremos los sub temas de cláusulas generales, acuerdos y actos anticompetitivos.

5.2. CLÁUSULAS GENERALES

Tanto el régimen general como el particular para la actividad financiera y bursátil cuentan con cláusulas generales de prohibición en materia de prácticas comerciales restrictivas.

5.2.1. ARTÍCULO 1 DE LA LEY 155 DE 1959

En el artículo 1 de la Ley 155 de 1959 se establece:

> [Q]uedan prohibidos los acuerdos o convenios que directa o indirectamente tengan por objeto limitar la producción, abastecimiento, distribución o consumo de materias primas, productos, mercancías o servicios nacionales o extranjeros, y en general, toda clase de prácticas, procedimientos o sistemas tendientes a limitar la libre competencia y a mantener o determinar precios inequitativos.

---

55 Art. 4 Ley 1340 de 2009. "*Normatividad aplicable.* La Ley 155 de 1959, el Decreto 2153 de 1992, la presente ley y las demás disposiciones que las modifiquen o adicionen, constituyen el régimen general de protección de la competencia, aplicables a todos los sectores y todas las actividades económicas. En caso [de] que existan normas particulares para algunos sectores o actividades, estas prevalecerán exclusivamente en el tema específico".

De esta disposición se derivan tres prohibiciones[56]: (i) los acuerdos anticompetitivos[57]; (ii) las prácticas tendientes a limitar la libre competencia, y (iii) las prácticas tendientes a mantener o determinar precios inequitativos[58].

En ocasiones la SIC ha opinado que a la luz de esta previsión le corresponde a ella investigar y sancionar cualquier comportamiento que resulte contrario a la libre competencia, entendiéndola por tanto como una verdadera cláusula general de la libre competencia. No se comparte dicha postura. En efecto, dada la naturaleza y características de las disposiciones sobre prácticas comerciales restrictivas, el principio de la tipicidad impide un tal entendimiento. Al contrario, se debe decir que para que un comportamiento sea ilegal a la luz

56 La SIC ha dicho: "La norma reprocha dos tipos de actos [...]. En relación con el primer supuesto es pertinente traer a colación que la norma busca que las materias primas, los productos o servicios nacionales o extranjeros no se vean restringidos por un acuerdo o convenio que tenga por objeto limitar su producción, abastecimiento, distribución o consumo. El fin de la norma no es otro que evitar que, por intermedio de acuerdos restrictivos de la competencia, se reduzca la oferta y, por ende, haya un incremento de precios. Al ser una prohibición por objeto, la norma no sólo indica el estándar de prueba que pretende necesitar para definir a la conducta como restrictiva, sino que también determina que tales actos tienen una peligrosidad tal que el mero acuerdo es por él mismo restrictivo.

"Frente al segundo supuesto, la prohibición [...] se podría interpretar exigiendo que una práctica sea restrictiva de la competencia [*sic*] debe, en primer término, tender al limitar la libre competencia, y, en segundo término, debe mantener o determinar precios inequitativos. Sin embargo, esta Superintendencia ha considerado que tal interpretación es errada. En efecto, tal como está contemplado en el artículo [...], la ley pretende prohibir aquellas 'prácticas, procedimientos o sistemas' que tiendan a mantener o determinar precios inequitativos. No es, como dice parte de la doctrina, una sola prohibición sino dos". Superintendencia de Industria y Comercio. Resolución 37790 de 2011. Cfr. Superintendencia de Industria y Comercio. Concepto 11-130722 de 2011.

57 "En Colombia, la definición de acuerdo aparece contenida en el numeral 1 del artículo 45 del Decreto 2153 de 1992, según la cual se entiende por acuerdo todo contrato, convenio, concertación, práctica concertada o conscientemente paralela entre dos o más empresas. Ahora bien, el elemento restrictivo para que un acuerdo sea considerado como restrictivo se encuentra contenido en el artículo 47 del Decreto 2153 de 1992 y en el artículo 1 de la Ley 155 de 1959". VELANDIA, MAURICIO. *Derecho de la competencia y del consumo*, 2.ª ed., Bogotá, Universidad Externado de Colombia, 2011, pp. 111-112.

58 Según el concepto 11-130722 de 2011 de la SIC, los precios inequitativos o excesivos "[s]on precios en niveles artificiales y significativamente altos frente a la naturaleza misma del mercado, que representan fallas que conducen a distorsiones que suelen ser interpretadas como explotativas. Es una conducta explotativa en la que una empresa dominante toma ventaja de los consumidores mediante el uso desproporcionado de su poder de mercado para cobrar precios excesivos".

del artículo 1 de la Ley 155 de 1959 se precisa que se acrediten todos y cada uno de los elementos que allí se prevén y que los comportamientos que no los tienen no serán contrarios a derecho. Si hubiera campo para alguna interpretación tan amplia como la que ha pretendido la Superintendencia, esta solo sería posible a partir de lo redactado en el artículo 48 del Decreto 2153 1992.

2.2. ACTIVIDAD FINANCIERA Y BURSÁTIL

Para el ejercicio de la actividad financiera y bursátil se encuentra el numeral 1 del artículo 98 EOSF, en el cual se prohíben "todos los acuerdos o convenios entre empresarios, las decisiones de asociaciones empresariales y las prácticas concertadas que, directa o indirectamente, tengan por objeto o efecto impedir, restringir o falsear el juego de la libre competencia dentro del sistema financiero y asegurador"[59].

En desarrollo de lo anterior, en la Circular Básica Jurídica de la Superintendencia Financiera de Colombia esa entidad les recuerda, a las entidades vigiladas,

> ... la prohibición de realizar actos, acuerdos o convenios entre sí, o adoptar decisiones de asociaciones empresariales y prácticas concertadas, que directa o indirectamente tengan por objeto o como efecto impedir, restringir o falsear el juego de la libre competencia dentro de los sistemas financiero, asegurador o previsional, o cualquier acto que constituya un abuso de posición dominante, así como celebrar pactos que tengan como propósito excluir a la competencia del acceso al mercado o a los canales de distribución del mismo[60].

Seguidamente, les advierte que "[l]os usuarios de los sistemas vigilados deben contar con la posibilidad de obtener en el mercado diversas alternativas de inversión o de consumo, de suerte que puedan acceder en un contexto de absoluta transparencia a productos o servicios de mayor calidad y rentabilidad y menor costo según se trate".

59 Art. 98.1 EOSF.

60 Superintendencia Financiera de Colombia. Circular Básica Jurídica, tít II, cap. 1, num 1.

5.3. ACUERDOS ANTICOMPETITIVOS

Se reitera que en la regulación especial de competencia en materia financiera se prohíben "[t]odos los acuerdos o convenios entre empresarios, las decisiones de asociaciones empresariales y las prácticas concertadas que, directa o indirectamente, tengan por objeto o efecto impedir, restringir o falsear el juego de la libre competencia"[61].

Los acuerdos están definidos en el artículo 45 del Decreto 2153 de 1992 como "todo contrato, convenio, concertación, práctica concertada o conscientemente paralela entre dos o más empresas". Sin embargo, el acuerdo en sí no es prohibido, lo prohibido son aquellos acuerdos anticompetitivos que buscan falsear la obligación de competencia entre agentes económicos, aquellos que la doctrina ha denominado "carteles"[62].

En el mismo orden de ideas, en el artículo 47 ibídem[63] se enuncia un catálogo no taxativo sobre acuerdos restrictivos de la competencia. Dentro de los supuestos encontramos: (i) fijación de precios[64]; (ii) discriminación en la comercialización; (iii) repartición de mercados; (iv) asignación de cuotas de producción; (v) repartición de fuentes de insumos; (vi) limitación a desarrollos técnicos; (vii) venta atada bilateral; (viii) abstención de producción; (ix) colusión en procesos de contratación, y (x) impedimento a terceros de acceso a los mercados.

Así, se tiene que los elementos para que se configure un acuerdo anticompetitivo consisten en: (i) un acuerdo entre dos o más empresas; (ii) un supuesto restrictivo de la competencia, el cual puede ser uno de los enunciados en el artículo 47 mencionado o aquel que quepa dentro de la definición del artículo 1 de la Ley 155 de 1959, y (iii) que el acuerdo debe tener por objeto o como efecto el supuesto restrictivo[65].

---

61 Art. 98, num. 1 EOSF.

62 "Los carteles agrupan la prohibición de comportamientos arreglados adelantados por dos o más empresas encaminadas a alterar la competencia, bien sea porque pretenden excluir un competidor o porque se busca adelantar una colusión entre ellos para dejar de competir. Se trata de comportamientos arreglados entre empresas que se encuentran en un mismo mercado relevante. Entre ellas falsean la obligación de competir". VELANDIA, ob. cit., p. 106. Cfr. COLOMA, GERMÁN. *Defensa de la competencia*, Buenos Aires y Madrid, Ciudad Argentina, 2003.

63 Art. 47 Decreto 2153 de 1992: "*Acuerdos contrarios a la libre competencia.* [...] se consideran contrarios a la libre competencia, entre otros, los siguientes acuerdos:
"1. Los que tengan por objeto o tengan como efecto la fijación directa o indirecta de precios.
"2. Los que tengan por objeto o tengan como efecto determinar condiciones de venta o comercialización discriminatoria para con terceros.
"3. Los que tengan por objeto o tengan como efecto la repartición de mercados entre productores o entre distribuidores.
"4. Los que tengan por objeto o tengan como efecto la asignación de cuotas de producción o de suministro.
"5. Los que tengan por objeto o tengan como efecto la asignación, repartición o limitación de fuentes de abastecimiento de insumos productivos.
"6. Los que tengan por objeto o tengan como efecto la limitación a los desarrollos técnicos.
"7. Los que tengan por objeto o tengan como efecto subordinar el suministro de un producto a la aceptación de obligaciones adicionales que por su naturaleza no constituían el objeto del negocio, sin perjuicio de lo establecido en otras disposiciones.
"8. Los que tengan por objeto o tengan como efecto abstenerse de producir un bien o servicio o afectar su niveles de producción.
"9. Los que tengan por objeto la colusión en las licitaciones o concursos o los que tengan como efecto la distribución de adjudicaciones de contratos, distribución de concursos o fijación de términos de las propuestas.
"10. Los que tengan por objeto o tengan como efecto impedir a terceros el acceso a los mercados o a los canales de comercialización".

64 "[C]uando la propiedad privada y la libertad de intercambio están presentes, los precios del mercado registran las elecciones literalmente de millones de consumidores, productores y proveedores de recursos, y las ponen en armonía. Los precios reflejan información acerca del consumidor, costos y asuntos relacionados con oportunidad del momento, localización y circunstancias [...] [E]l precio del mercado dirige y motiva a productores y proveedores de recursos, para que ofrezcan esas cosas que los demás valoran altamente en relación con los costos de las mismas". GWARTNEY, JAMES D. y STROUP, RICHARD. *Lo que todos deben saber sobre economía y prosperidad*, Bogotá, Legis, 1994, pp. 30 y 31.

65 Para ilustración se puede estudiar el caso completo de las tarjetas de crédito. En 2004, mediante la Resolución 13820 de junio, la SIC ordenó la apertura de una investigación en contra de las empresas Redeban y Credibanco, las cuales son las propietarias de las franquicias en Colombia de las redes de tarjeras de pago Mastercard y Visa respectivamente. La investigación estaba orientada a determinar si estas compañías habían realizado convenios tendientes a fijar los precios de las comisiones cobradas a los comerciantes por las compras efectuadas con las tarjetas de crédito o débito, lo cual puede ser considerado como una conducta anticompetitiva. Posteriormente, mediante la Resolución 26255 de 2011, la SIC inició una investigación en contra de un grupo de establecimientos bancarios por un supuesto acuerdo de precios dirigido a establecer el monto de las tarifas interbancarias de intercambio (TII), las cuales son cobradas por los bancos emisores en las operaciones realizadas con tarjetas de pago. La SIC consideró que la TII es un precio que tiene relevantes incidencias en todos los componentes de las operaciones con las tarjetas de pago. Además, advirtió el ente de control que un acuerdo de este tipo podría ser restrictivo de la competencia en cuanto los bancos compiten entre sí en las actividades de emisión y adquirencia de las operaciones con tarjetas de pago, lo que generaría un efecto contrario a la libre competencia en estas operaciones, en las que también hay otros agentes involucrados, como las franquicias de las tarjetas, los establecimientos de comercio y los tarjetahabientes.

5.4. ACTOS ANTICOMPETITIVOS

Dentro de lo que en la ley se considera prácticas comerciales restrictivas de la competencia, prohibidas, encontramos los actos anticompetitivos[66].

En el artículo 45 del mencionado Decreto 2153 de 1992 se define el acto como "[t]odo comportamiento de quienes ejerzan una actividad económica".

Erradamente se ha creído que en esta definición se limitan los actos anticompetitivos a comportamientos unilaterales. Frente a ello, se llama la atención en el sentido de que si uno de los actos prohibidos en la ley se lleva a cabo en la forma de un acuerdo, por parte de dos o más empresas, o si se hace unilateralmente por parte de quien tiene posición de dominio, seguiría siendo un comportamiento ilegal en el mercado, un acto contrario a la libre competencia.

Visto así el tema resulta más fácil una aproximación por la negativa, señalando que para que un acto sea ilegal no se precisa que sea realizado por dos o más empresas, ni por parte de quien tiene posición de dominio.

Ahora bien, en el artículo 48 del Decreto 2153 se listan tres conductas contrarias a la libre competencia: (i) la infracción de las normas de publicidad del Estatuto del Consumidor, (ii) la influencia sobre los precios de otra empresa y (iii) la negativa a contratar[67].

(i) Infracción a las normas de publicidad previstas en el Estatuto del Consumidor: la primera duda sería si de este modo se viola el principio constitucional

66 Art. 46 Decreto 2153 de 1992: "*Prohibición*. En los términos de la Ley 155 de 1959 y del presente Decreto están prohibidas las conductas que afecten la libre competencia en los mercados, las cuales, en los términos del Código Civil, se consideran de objeto ilícito. Las disposiciones sobre protección de la competencia abarcan lo relativo a prácticas comerciales restrictivas, esto es acuerdos, actos y abusos de posición de dominio, y el régimen de integraciones empresariales. Lo dispuesto en las normas sobre protección de la competencia se aplicará respecto de todo aquel que desarrolle una actividad económica o afecte o pueda afectar ese desarrollo, independientemente de su forma o naturaleza jurídica y en relación con las conductas que tengan o puedan tener efectos total o parcialmente en los mercados nacionales, cualquiera sea la actividad o sector económico".

67 Art. 48 Decreto 2153 de 1992: "*Actos contrarios a la libre competencia*. Para el cumplimiento de las funciones a que se refiere el artículo 44 del presente decreto, se consideran contrarios a la libre competencia los siguientes actos:
"1. Infringir las normas sobre publicidad contenidas en el estatuto de protección al consumidor.
"2. Influenciar a una empresa para que incremente los precios de sus productos o servicios o para desista de su intención de rebajar los precios.
"3. Negarse a vender o prestar servicios a una empresa o discriminar en contra de la misma cuando ello pueda entenderse como una retaliación a su política de precios".

de *non bis in idem*. Acorde con la doctrina constitucional no, toda vez que si bien los derechos de los consumidores y de la libre competencia están relacionados, no son lo mismo. Así, una doble investigación y dos sanciones no serían contrarias a derecho.

En segundo lugar, siempre que la investigación le corresponda a la SIC, la mera infracción de las normas de publicidad contenidas en Estatuto del Consumidor no pueden ser investigada como actos contrarios a la libre competencia, ya que para que lo sean es necesario probar la significatividad del efecto anticompetitivo de la conducta[68].

Ciertamente, de acuerdo con la redacción que se le dio al número 1 del artículo 2 del Decreto 2153 de 1992, en concordancia con el artículo 3 de la Ley 1340 de 2009, esa autoridad solo atenderá los trámites que sean relevantes para alcanzar los propósitos de "la libre participación de las empresas en el mercado, el bienestar de los consumidores y la eficiencia económica".

Ahora, en relación con el sector financiero y bursátil, la violación de las normas de publicidad que podría ser considerada un acto anticompetitivo, cubre el régimen especial de protección al consumidor contenido en la Ley 1480 de 2011[69]. Así, a la hora de evaluar una infracción a las normas de publicidad para considerar la configuración de un acto anticompetitivo, deben tenerse en cuenta en primer lugar las normas en materia de publicidad que están contenidas en el régimen especial de protección al consumidor financiero (Ley 1328 de 2009)[70]

68 Superintendencia de Industria y Comercio. Resolución 14749 de 2010.

69 Art. 2 Ley 1480 de 2011: "... Las normas contenidas en esta ley son aplicables en general a las relaciones de consumo y a la responsabilidad de los productores y proveedores frente al consumidor en todos los sectores de la economía respecto de los cuales no exista regulación especial, evento en el cual aplicará la regulación especial y suplementariamente las normas establecidas en esta Ley".

70 Art. 5 Ley 1328 de 2009: "*Derechos de los consumidores financieros*. Sin perjuicio de los derechos consagrados en otras disposiciones legales vigentes, los consumidores financieros tendrán, durante todos los momentos de su relación con la entidad vigilada, los siguientes derechos:
"[...]
"b) Tener a su disposición, en los términos establecidos en la presente ley y en las demás disposiciones de carácter especial, publicidad e información transparente, clara, veraz, oportuna y verificable, sobre las características propias de los productos o servicios ofrecidos y/o suministrados. En particular, la información suministrada por la respectiva entidad deberá ser de tal que permita y facilite su comparación y comprensión frente a los diferentes productos y servicios ofrecidos en el mercado...".
Art. 7 Ley 1328 de 2009: "*Obligaciones especiales de las entidades vigiladas*. Las entidades vigiladas tendrán las siguientes obligaciones especiales:

y en el artículo 99 EOSF[71], y suplementariamente las normas sobre publicidad previstas en el título VI del Estatuto del Consumidor, así como las disposiciones de intervención económica que se hayan ocupado del tema y las instrucciones que la Superintendencia imparta para ello.

(ii) En segundo lugar, la ley considera como anticompetitivas aquellas conductas consistentes en influenciar a otros competidores para determinar los precios. Sobre este punto, la SIC ha establecido que "[p]ara que se dé la infracción que trae el número 2 del artículo 48 del Decreto 2153 de 1992, es indispensable probar la existencia de dos empresas independientes y la influencia de una sobre la otra para que incremente los precios de sus productos o servicios o para que desista de su intención de rebajarlos". Así, es necesaria la presencia de "[u]na que realiza la conducta restrictiva y, por lo menos otra que recibe la influencia de tal conducta (sujeto pasivo)"[72].

La SIC ha señalado que "'influencia' está definida como la fuerza moral que se ejerce sobre una persona, concretamente, es la insinuación que una persona hace a otra con un determinado fin. El elemento se cumple probando que el sujeto pasivo recibe una directriz por parte de un tercero, a fin de modificar su visión sobre el punto de precio antes determinado"[73].

Por otro lado, hay que anotar que la SIC ha dicho que cuando un productor les fija los precios a los comercializadores significa que un agente externo

---

"[...]
"c) Suministrar información comprensible y publicidad transparente, clara, veraz, oportuna acerca de sus productos y servicios ofrecidos en el mercado".

71 Art. 99 EOSF: "*Publicidad y promoción comercial mediante incentivos*.
"1. Programas publicitarios. Los programas publicitarios de las entidades vigiladas deberán contar con la autorización general o individual de la Superintendencia Bancaria, con el fin de que se ajusten a las normas vigentes, a la realidad jurídica y económica del servicio promovido y para prevenir la propaganda comercial que tienda a establecer competencia desleal.
"2. Promoción de servicios mediante incentivos. Todas las instituciones financieras y aseguradoras podrán ofrecer directa o indirectamente y mediante su responsabilidad premios por sorteo, establecer planes de seguros de vida a cargo de compañías de seguros debidamente autorizadas para el efecto u otros incentivos, con el fin de promover su imagen, sus productos o servicios, de manera gratuita y exclusivamente entre sus clientes, en las condiciones que señale el Gobierno Nacional. Este deberá dictar normas con el fin de evitar que el costo de los premios o seguros se traduzca en mayores cargas o en menores rendimientos o retribuciones al ahorrador o usuario del producto o servicio promocionado".

72 Superintendencia de Industria y Comercio. Resolución 27263 de 1999.

73 Ibíd.

influencia al distribuidor para que incremente los precios o desista de su intención de rebajarlos, lo cual sería un acto anticompetitivo[74].

(iii) Finalmente, la ley considera un acto contrario a la competencia el hecho de negarse a tener relaciones comerciales con una empresa cuando pueda entenderse que se hace como una represalia a su política de determinación de precios[75].

La norma, con todo, tendrá una aplicación restringida si se considera que para las entidades vigiladas las condiciones para negarse a prestar servicios ya vienen muy restringidas en la doctrina constitucional y en las normas sobre protección al consumidor financiero.

5.5. ABUSOS DE LA POSICIÓN DOMINANTE

La última gama de conductas consideradas por la legislación como prácticas comerciales restrictivas de la competencia corresponde a los abusos de la posición dominante, prohibidos en el artículo 46 del Decreto 2153 de 1992.

El abuso de posición dominante implica dos elementos: (i) uno estructural, que supone la existencia de una posición de dominio por parte de una empresa, y (ii) uno de comportamiento, que implica que quien tenga posición de dominio no cumpla con alguna de las obligaciones de no hacer que se imponen a quienes están en esa situación.

Frente al primer elemento, la posición dominante a la que aquí se hace referencia es la posición dominante que pueda ostentar una empresa en un mercado determinado, la cual es distinta de la posición dominante que pueda tener como parte en una relación negocial o contractual, de la que se ocupa el número 2 del artículo 98 EOSF.

Esa posición dominante, como se notará, se predica de la que se tiene en un mercado. Por ello, siempre debe debe tenerse en cuenta el concepto de mercado relevante o de referencia.

Para entender la relevancia del punto, pensemos que no todas las empresas compiten entre sí, ya que no ofrecen los mismos o similares bienes o servicios, y no se encuentran en la misma zona de influencia geográfica. Por esto, en el

---

74 MIRANDA LONDOÑO, ALFONSO e IBARRA PARDO, GABRIEL. "El estado actual de la práctica de fijación vertical de precios en Colombia", *CEDEC XVI. Revista de Derecho de la Competencia*, Pontificia Universidad Javeriana, 2016, vol. 12, n.° 12, pp. 289-349.

75 Cfr. Superintendencia de Industria y Comercio. Resoluciones 2217 y 2219 de 2000.

momento de determinar si una compañía tiene posición de dominio debe primeramente determinarse cuál ha de ser el mercado relevante en el cual dicha empresa ostentaría dicha posición[76].

La SIC ha entendido que "[e]l mercado relevante determina cuáles son los bienes y servicios entre los que puede plantearse una competencia efectiva, así como el ámbito geográfico dentro del cual se ofrecen y se intercambian, analizando la sustituibilidad entre los distintos productos ofrecidos y demandados en el correspondiente mercado"[77]. De esta manera, se entiende que el mercado relevante debe analizarse teniendo en cuenta: (i) el mercado relevante producto y (ii) el mercado relevante geográfico.

El mercado relevante producto

> ... comprende el bien específico que se analiza, como aquellos que sean intercambiables o sustituibles por el consumidor, por las características de sus productos, precios y su supuesto uso. Un mercado de producto relevante puede, en algunos casos, estar compuesto de grupos de productos individuales. Un grupo de productos individuales a su vez, representa un producto o reducido grupo de productos que poseen características físicas o técnicas idénticas, que los hagan completamente intercambiables. [...] Definir el mercado producto implica establecer a qué otros productos trasladarían sus necesidades de demanda los consumidores ante un aumento significativo y sostenible en el precio del producto inicial. Si la traslación se presenta, tales bienes se consideran sustitutos cercanos, y formarán parte del mercado relevante. De manera pues que la definición del producto que integra o compone el mercado relevante debe hacerse desde el punto de vista del usuario, que es quien con su determinación final de adquirir uno u otro producto particular define la competencia entre los fabricantes, por tanto lo relevante es su igualdad económica, entendida como la posibilidad que tienen los diferentes bienes de satisfacer las mismas necesidades[78].

76 "El mercado relevante es un concepto fundamental en la legislación reguladora de la libre competencia pues es a partir de este concepto que se analiza la estructura de los mercados y se determina cuántas empresas tienen poder sustancial dentro de un mercado específico o mantienen una posición dominante en el mismo. El mercado relevante constituye el punto de partida de cualquier investigación que busca evaluar las condiciones de la competencia". FLINT, PINKAS. *Tratado de defensa de la libre competencia*, Lima, Pontifica Universidad Católica del Perú, 2002, p. 211.

77 Superintendencia de Industria y Comercio. Resolución 8328 de 2003.

78 RODRÍGUEZ ARTIGAS, FERNANDO. "Sobre el abuso de posición dominante en la defensa de la libre competencia", *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Méndez*, t. 1, Madrid, Civitas, 1996. Citado en Superintendencia de Industria y Comercio. Resolución 8328 de 2003.

Por su lado,

> ... el mercado geográfico de referencia comprende la zona en la que las empresas afectadas desarrollan actividades de suministro de los productos y de prestación de los servicios de referencia, en la que las condiciones de competencia son suficientemente homogéneas y que pueden distinguirse de otras zonas geográficas próximas debido, en particular, a que las condiciones de competencia en ellas prevalecientes son sensiblemente distintas de aquéllas[79].

Esta forma de determinar el mercado relevante no es ajena al sistema financiero. Tal y como lo sostuvo la Superintendencia Financiera,

> ... según el carácter de la respectiva institución, el mercado relevante podrá determinarse analizando entre otros aspectos las actividades propias de la entidad, los segmentos de la población y los sectores económicos que atiende o puede atender, las características de los productos y servicios que presta, la sustituibilidad de los mismos, los hábitos y tendencias de consumo, su ámbito de influencia, la condiciones de oferta y demanda, etc.[80].

Ahora, si identificado el mercado relevante se puede concluir que la entidad que se analiza puede determinar las condiciones del mismo, directa o indirectamente, sabremos que a esa empresa le son aplicables las disposiciones sobre abuso de la posición de dominio.

En la legislación se ha definido la posición dominante como "[l]a posibilidad de determinar, directa o indirectamente, las condiciones de un mercado"[81]. La SIC ha dicho que existe posición de dominio cuando "un agente económico ostenta el control efectivo o potencial de su mercado relevante y esa posición le brinda la posibilidad de obstaculizar la competencia efectiva o le permite actuar en el mercado con independencia del comportamiento de sus competidores, sus clientes y los consumidores, sin que lo anterior implique necesariamente que exista un único productor o vendedor"[82]. La doctrina y la jurisprudencia

79 Superintendencia de Industria y Comercio. Resolución 8328 de 2003.

80 Superintendencia Financiera de Colombia. Concepto 200085528-0 de 2000.

81 Art. 45 Decreto 2153 de 1992.

82 Superintendencia de Industria y Comercio. Conceptos 01001016, 01079812, 01043402 y 01064306 de 2001.

comparada también han identificado esta posición como una facultad de actuación de manera independiente y como una capacidad de falsear la competencia[83].

En el artículo 50 del Decreto 2153 se establece un catálogo de conductas que son consideradas abusos de la posición de dominio: (i) los precios predatorios; (ii) la discriminación vertical; (iii) las ventas atadas; (iv) la discriminación horizontal; (v) la discriminación de precios regionales, y (vi) la obstaculización para el acceso a los mercados o canales de comercialización[84].

En el numeral 1 del mencionado artículo 50 se habla de la "disminución de los precios por debajo de los costos". Esta conducta se caracteriza porque aquel agente dominante en un mercado disminuye los precios durante un lapso de

83 "¿En qué consiste la posición dominante? Consiste en la posibilidad de determinar las condiciones de un mercado y de actuar en él con independencia de los demás competidores y de los consumidores". RUBIO ESCOBAR, JAIRO. *Derecho de los mercados*, Bogotá, Superintendencia de Industria y Comercio y Legis, 2007, p. 41. "La noción de posición dominante, de carácter eminentemente jurídico, fue definida en el asunto *United Brands* (Sentencia del TJCE del 14 de febrero de 1978, asunto 27/76) como: 'Una posición de fortaleza económica mantenida por una empresa, que le proporciona el poder de obstaculizar el mantenimiento de una competencia efectiva en el mercado de referencia, proporcionándole la posibilidad de comportarse en buena medida con independencia de sus competidores, clientes y, en último extremo, de los consumidores'. Esta definición contiene dos elementos: la independencia de comportamiento con respecto de los competidores y la capacidad de eliminar la competencia efectiva". ORTIZ BLANCO, LUIS, MAÍLLO GONZÁLEZ-ORUS, JERÓNIMO, IBÁÑEZ COLOMO, PABLO y LAMADRID DE PABLO, ALFONSO. *Manual de derecho de la competencia*, Madrid, Tecnos, 2008, p. 150.

84 Art. 50 Decreto 2153 de 1992: "*Abuso de posición dominante*. Para el cumplimiento de las funciones a que refiere el artículo 44 del presente decreto, se tendrá en cuenta que, cuando exista posición dominante, constituyen abuso de la misma las siguientes conductas:
"1. La disminución de precios por debajo de los costos cuando tengan por objeto eliminar uno varios competidores o prevenir la entrada o expansión de éstos.
"2. La aplicación de condiciones discriminatorias para operaciones equivalentes, que coloquen a un consumidor o proveedor en situación desventajosa frente a otro consumidor o proveedor de condiciones análogas.
"3. Los que tengan por objeto o tengan como efecto subordinar el suministro de un producto a la aceptación de obligaciones adicionales, que por su naturaleza no constituían el objeto del negocio, sin perjuicio de lo establecido por otras disposiciones.
"4. La venta a un comprador en condiciones diferentes de las que se ofrecen a otro comprador cuando sea con la intención de disminuir o eliminar la competencia en el mercado.
"5. Vender o prestar servicios en alguna parte del territorio colombiano a un precio diferente de aquel al que se ofrece en otra parte del territorio colombiano, cuando la intención o el efecto de la práctica sea disminuir o eliminar la competencia en esa parte del país y el precio no corresponda a la estructura de costos de la transacción.
"6. Obstruir o impedir a terceros, el acceso a los mercados o a los canales de comercialización".

tiempo para obstaculizar la entrada o la expansión de los competidores. Aunque ello refleja un beneficio momentáneo en los consumidores, luego, cuando el dominante haya logrado su objetivo de impedir la competencia, aquellos se verán afectados.

En el numeral 2 se prohíbe la discriminación vertical. La doctrina ha reconocido que este tipo de discriminación se materializa cuando:

> ... el fabricante de un producto o el proveedor de una materia prima, con una posición de dominio sobre el mercado, decide discriminar en contra de un comprador o un grupo de compradores que están en la siguiente etapa del proceso de producción o distribución del producto, con lo cual pone a los compradores discriminados en una posición de desventaja frente a sus competidores directos. Las razones para discriminar en esta forma pueden tener diversa naturaleza. Una explicación posible puede ser la existencia de acuerdos de exclusividad por parte de los compradores favorecidos, los cuales solamente comprarían los productos del vendedor, a cambio de que éste discriminara en contra de sus competidores[85].

En el numeral 3 se consideran las ventas atadas como un abuso de posición dominante, es decir, el condicionamiento de la adquisición de un determinado producto a la adquisición de obligaciones adicionales ajenas al objeto del negocio condicionado. Sin embargo, hay que tener cuidado en la aplicación, toda vez que una conducta de esta naturaleza se previó en el régimen de protección al consumidor general, y para el caso particular del sector financiero y bursátil las ventas atadas son consideradas como una práctica abusiva en el régimen de protección al consumidor financiero[86]. Por esta razón, en tratándose de una

85 MIRANDA LONDOÑO, ALFONSO. "Abuso de la posición dominante: perspectivas de aplicación en Colombia a la luz del derecho comparado", ponencia presentada dentro del Programa de Educación Continuada "Actualización sobre promoción de la competencia e integraciones Económicas", Universidad de los Andes, Bogotá, 1993. Disponible en: https://centrocedec.files.wordpress.com/2010/06/abuso-de-la-posicion-dominante-perspectivas-de-la-aplicacion-en-colombia-a-la-luz-del-drecho-comparado-alfonso-miranda-londono.pdf

86 Art. 12 Ley 1328 de 2009: "*Prácticas abusivas*. Se consideran prácticas abusivas por parte de las entidades vigiladas las siguientes:
"a) El condicionamiento al consumidor financiero por parte de la entidad vigilada de que este acceda a la adquisición de uno o más productos o servicios que presta directamente o por medio de otras instituciones vigiladas a través de su red de oficinas, o realice inversiones o similares, para el otorgamiento de otro u otros de sus productos y servicios, y que no son necesarias para su natural prestación".

norma especial, la cual tiene el mismo supuesto de hecho que la general, consideramos que las ventas atadas para el sector financiero deben ser entendidas como una práctica abusiva en relación con la protección al consumidor financiero, mas no como un abuso de la posición de dominio en el mercado en los términos del Decreto 2153 de 1992.

En el numeral 4 se considera abusiva la discriminación horizontal. La doctrina ha desarrollado este concepto que consiste en que:

> ... el fabricante de un producto o el proveedor de una materia prima con posición de dominio en el mercado, decide discriminar en contra de un comprador o un grupo de compradores, con el objeto de sacar a sus competidores del mercado. Este tipo de conducta se explica cuando una empresa dominante vende productos o materias primas que algunos de sus compradores pueden posteriormente utilizar para competir con ella en su propio mercado. La empresa monopolista tratará entonces de discriminar contra sus competidores con el objeto de incrementar sus costos y sacarlos del mercado. También puede suceder que se rebaje el precio del producto de manera selectiva y discriminatoria a un grupo de consumidores, con el objeto de quitarles la clientela a sus competidores y excluirlos del mercado[87].

En el numeral 5 se habla de una discriminación de precios regionalmente. Esta práctica tiene la misma estructura y finalidad de la contenida en el numeral 1, pero en este caso el dominante concentra su conducta anticompetitiva en una región geográfica determinada. Es frecuente que corresponda a un subsidio cruzado que le permite al dominante apoyar su expansión en una zona sobre su dominancia en otra zona.

Por último, en el numeral 6 se encuentra la prohibición de impedir u obstaculizar el acceso a los mercados o a los canales de comercialización. Este numeral fue adicionado por medio de la Ley 590 de 2000. Es una prohibición bastante general que se traduce en la posibilidad que tiene aquel agente, que ostenta una posición de dominio en un mercado, y que se aprovecha de ella, para realizar comportamientos con el objetivo de tropezar el acceso de nuevos competidores al mercado.

---

87 MIRANDA LONDOÑO, ob. cit.

5.6. EXCEPCIONES

5.6.1. DEL RÉGIMEN GENERAL

Las excepciones son condiciones que se prevén en la ley, de manera que si ocurren, no obstante que de otra manera la conducta parecería contraria a la libre competencia, por presentarse sus supuestos, no serán ilegales.

En el artículo 49 del Decreto 2153 de 1992 se establecen tres tipos de comportamientos que no son considerados como conductas anticompetitivas: (i) las cooperaciones con fines investigativos o de desarrollo tecnológico; (ii) los acuerdos para la aplicación de estándares que no son obligatorios, y (iii) los acuerdos para la utilización de facilidades comunes[88].

Frente a los primeros hay que decir que lo que hace la ley es negar el carácter restrictivo de la competencia a aquellos acuerdos entre agentes económicos que tengan como finalidad la cooperación o coadyuvancia para investigaciones científicas o proyectos de desarrollo de nuevas tecnologías.

Frente a los segundos, es decir, frente a los acuerdos para aplicación de normas o estándares no obligatorios cuando no limiten la entrada de nuevos competidores, la SIC ha advertido, resaltando la posición del Consejo de Estado al respecto, que los acuerdos a los que hace alusión esta excepción son excluyentes de los ya estudiados acuerdos de precios, y que no puede pretenderse que estos últimos sean amparados por la mencionada excepción[89].

---

88 Art. 49 Decreto 2153 de 1992: "*Excepciones*. Para el cumplimiento de las funciones a que se refiere el artículo 44 del presente decreto, no se tendrán como contrarias a la libre competencia las siguientes conductas:

"1. Las que tengan por objeto la cooperación en investigaciones y desarrollo de nueva tecnología.

"2. Los acuerdos sobre cumplimientos de normas, estándares y medidas no adoptadas como obligatorias por el organismo competente cuando no limiten la entrada de competidores al mercado.

"3. Los que se refieran a procedimientos, métodos, sistemas y formas de utilización de facilidades comunes".

89 "En una reciente sentencia, el Consejo de Estado se refirió expresamente a la aplicación del numeral 2 del artículo 49 en los siguientes términos:

"'La Sala considera que la tesis de la parte demandante según la cual la conducta sancionada encuentra amparo en el numeral 2 del artículo 49 del Decreto 2153 de 1992 –en cuanto se considera excepción a las prácticas restrictivas comerciales– no es aceptable en tanto que dentro del espectro del 'cumplimiento de normas, estándares y medidas no adoptadas como obligatorias por el organismo competente cuando no limiten la entrada de competidores al mercado' que la norma contempla como conductas ajenas al régimen de prácticas comerciales restrictivas

Por último, dentro los acuerdos relacionados con los métodos o formas de utilización de las facilidades comunes tenemos un mal ejemplo en el acuerdo entre unas aerolíneas para el establecimiento de una tasa de cambio única de conversión que les permite compensar la diferencia que llegase a existir entre la fecha de la liquidación de la tasa de cambio para la determinación de las obligaciones en pesos y de la liquidación para la adquisición de divisas en el mercado cambiario para realizar remesas o cancelar obligaciones generadas en acuerdos. Ante esta situación la SIC consideró que un acuerdo de este tipo encaja en la excepción del numeral 3 del artículo 49 citado, no obstante que resultaba claro que no existía ninguna facilidad común y que el acuerdo era uno de precios[90].

5.6.2. DEL RÉGIMEN PARTICULAR DE LA ACTIVIDAD FINANCIERA Y BURSÁTIL

En el artículo 100 EOSF se establece el régimen de libre competencia para el sector asegurador, y dentro de este se prevén dos tipos de conductas que no son consideradas prácticas comerciales restrictivas de la competencia[91].

---

no puede incluirse la fijación de precios con cualquier objeto [...]. Considera la Sala que 'el cumplimiento de normas, estándares y medidas no adoptadas como obligatorias por el organismo competente' –en los términos de la normativa precitada– y la fijación de precios mediante acuerdos de cualquier índole, son conductas que, bajo los lineamientos normativos del Decreto 2153 de 1992, son excluyentes, máxime si se tiene en cuenta que el artículo 47 entiende como práctica comercial restrictiva precisamente aquella consistente en la celebración de acuerdos que tengan por objeto o por efecto la fijación directa o indirecta de precios'.

"Así las cosas, siguiendo la jurisprudencia del Consejo de Estado sobre la aplicación del numeral 2 del artículo 49 del Decreto 2153, un acuerdo de precios no puede ampararse en la excepción allí prevista, por cuanto los acuerdos de precios se encuentran por definición excluidos de las reglas del artículo 49". Superintendencia de Industria y Comercio. Resolución 6839 de 2010.

90 Cfr. Superintendencia de Industria y Comercio. Resolución 25559 de 2002.

91 Art. 100 EOSF: "*Régimen de protección a tomadores de seguros y asegurados.*

"1. Reglas sobre condiciones de las pólizas y tarifas. La determinación de las condiciones de las pólizas y las tarifas responderá al régimen de libertad de competencia en el mercado de seguros [...].

"No tendrá carácter de práctica restrictiva de la competencia la utilización de tasas puras de riesgo basadas en estadísticas comunes.

"Tampoco constituirá práctica restrictiva de la competencia la celebración de convenios entre entidades aseguradoras o sociedades de capitalización mediante los cuales una de ellas permita el reconocimiento y pago de comisiones en favor de aquellos intermediarios de seguros para

La primera de ellas tiene que ver con la utilización de las tasas puras de riesgo en estadísticas comunes por parte de varias aseguradoras. En este sentido, la Superintendencia Financiera ha sido clara en que hay una libre competencia en la determinación de las tarifas en la actividad aseguradora y una autonomía para establecer cuáles han de ser las bases técnicas y estadísticas de los productos que ofrecen, sin afectar la tasa de riesgo[92].

La segunda excepción a la que se hace referencia en esa norma tiene que ver con los acuerdos entre las aseguradoras y sociedades de capitalización "mediante los cuales una de ellas permita el reconocimiento y pago de comisiones en favor de aquellos intermediarios de seguros para quienes solicitó su inscripción o dispuso su capacitación". Esta excepción hace referencia al "permiso" que otorga una aseguradora a otra para que les pague comisiones a sus intermediarios inscritos.

5.7. EXENCIÓN. PARÁGRAFO DEL ARTÍCULO 1 DE LA LEY 155 DE 1959

En el parágrafo del artículo 1 de la Ley 155 de 1959 se establece que se "podrá autorizar la celebración de acuerdos o convenios que no obstante limitar la libre competencia, tengan por fin defender la estabilidad de un sector básico de la producción de bienes o servicios de interés para la economía general". Según lo dispuesto en el numeral 8 del artículo 1 del Decreto 4886 de 2011, esa facultad de autorización corresponde al Superintendente de Industria y Comercio[93].

---

quienes solicitó su inscripción o dispuso su capacitación, sin perjuicio de lo previsto para los agentes independientes".

92 "Con las normas examinadas se instituye un régimen de libertad de competencia en la fijación de tarifas de seguros conforme al cual las compañías de seguros gozan de autonomía para establecer las bases técnicas de sus productos, teniendo como única limitación el no afectar la tasa pura de riesgo. En este contexto, la tasa, compuesta según el principio de suficiencia por la tasa de riesgo, los gastos de administración, los gastos de adquisición (intermediación) y la utilidad esperada en la operación del seguro, reflejados en la prima comercial, no obedece a porcentajes fijos o uniformes sino que, por el contrario, es precisamente la valoración y ponderación de dichos factores lo que permite al asegurador competir en el mercado ofreciendo mejores condiciones. Esto se logra en la medida en que, salvo la tasa de riesgo, los demás elementos permiten un manejo flexible por encontrarse vinculados a la estructura organizacional y administrativa de cada entidad aseguradora". Superintendencia Financiera de Colombia. Concepto 2011075536-001 del 12 de octubre de 2011.

93 Art. 1 Decreto 4886 de 2011: "La Superintendencia de Industria y Comercio ejercerá las siguientes funciones:

La razón por la que la hemos llamado exención y no excepción es porque como se lee en la primera parte del parágrafo, los acuerdos de los que allí se trata sí son considerados acuerdos restrictivos de la competencia, sólo que en este caso se puede prescindir temporalmente de las consecuencias que genera la violación a las normas de protección de la competencia.

A este respecto, la SIC, en su Circular Única, delineó los criterios que se han de tener en cuenta para que prospere la autorización mencionada, que se resumen de la siguiente manera: (i) debe haber una demostración de que se trata de un sector básico; (ii) debe hacerse una descripción del acuerdo; (iii) debe indicarse cómo se menoscaban los objetivos de la protección de la competencia; (iv) deben señalarse los mecanismos de seguimiento; (v) puede solicitarse autorización de los acuerdos en ejecución o que sean objeto de investigación; y por último, (vi) la inobservancia de la autorización será considerada una violación a las normas de competencia[94].

"[...]

"8. Autorizar, en los términos de la ley, los acuerdos o convenios que no obstante limitar la libre competencia, tengan por fin defender la estabilidad de un sector básico de la producción de bienes o servicios de interés para la economía general, a los que se refiere el parágrafo del artículo 1.° de la Ley 155 de 1959, el artículo 5.° de la Ley 1340 de 2009 o demás normas que la modifiquen o adicionen".

94 Superintendencia de Industria y Comercio. Circular Única, tít. VII, cap. primero: "Los criterios que se tendrán en cuenta para el estudio de la petición tendiente a obtener la autorización de acuerdos o convenios que limiten la libre competencia de que trata el parágrafo del artículo 1.° de la Ley 155 de 1959 serán los siguientes:

"1.1 Sector básico de la producción de bienes y servicios

"El interesado deberá demostrar que se trata de un sector básico de la producción de bienes y servicios de interés para la economía nacional. Para el efecto se estiman relevantes:

"- Ubicación del sector de acuerdo a la clasificación internacional CIIU a 4 dígitos;

"- Porcentaje del PIB asociado con el sector durante los últimos dos (2) años;

"- Número de empleos generados por el sector y la explicación de su representatividad en el mercado laboral nacional o regional, según corresponda; e

"- Interdependencia con otros sectores económicos.

"1.2 Descripción del acuerdo, convenio, práctica, procedimiento o sistema

"La petición deberá contener una descripción del acuerdo, convenio, práctica, procedimiento o sistema. Para el efecto, se deberá indicar:

"- Empresas que participan;

"- Objeto del acuerdo y condiciones que serán aplicadas;

"- Duración;

"- Normas específicas cuya inaplicación temporal se pretende; y

"- Justificación del acuerdo, pormenorizando su efecto en defensa de la estabilidad del sector.

"1.3 Precisión sobre normas de competencia

La SIC ha dicho que la autorización de esos acuerdos debe ser entendida en el caso particular y que esa autorización no puede ser entendida de manera general para una vulneración de las normas de competencia[95].

"Se debe indicar cómo se afecta el objetivo de las normas de competencia. Al respecto deberá precisarse:

"- Eficiencia de la cadena productiva del sector objeto del acuerdo;

"- Libre escogencia y acceso a los mercados de los bienes y servicios ofrecidos por las diversas empresas que integran el sector, por parte de los consumidores;

"- Que las empresas puedan participar libremente en los mercados de la cadena productiva del sector objeto del acuerdo;

"- Existencia de variedad de precios y calidad de bienes y servicios; y

"- Alternativamente, la cuantificación de los beneficios para el país que justifiquen la afectación de alguno de los objetivos antes enumerados.

"1.4 Mecanismos de vigilancia

"Deberá señalarse el mecanismo que permita que la Superintendencia vigile el comportamiento de las variables económicas del sector, con detalle de la información que deben suministrar los participantes en el acuerdo. En caso de que la Superintendencia de Industria y Comercio considere que las condiciones del mercado que llevaron a la celebración del acuerdo han sido superadas y el sector se encuentra estable, podrá dar por terminado el acuerdo aun antes del plazo previsto.

"1.5 Casos en los que no podrá solicitarse autorización para acuerdos o convenios que limiten la libre competencia

"En ningún caso podrá solicitarse autorización para acuerdos o convenios en proceso o ejecución, ni podrá versar respecto de conductas que sean objeto de investigación, que hayan sido sancionadas o respecto de las cuales haya existido orden de terminación o compromiso de modificación.

"1.6 Inobservancia de la autorización de la Superintendencia de Industria y Comercio

"La inobservancia de los términos de la autorización que la Superintendencia de Industria y Comercio imparta, implicará una contravención de las normas de promoción de la competencia y prácticas comerciales restrictivas".

95 "De acuerdo a las normas citadas, es necesario precisar que en la autorización que eventualmente otorgue esta Superintendencia para la celebración de acuerdos o convenios bajo los lineamientos del parágrafo del artículo 1 de la Ley 155 de 1959, se señalará claramente el marco dentro del cual se debe desarrollar dicho convenio. En este sentido, la celebración del acuerdo o convenio no implica una autorización general para vulnerar las disposiciones sobre prácticas comerciales restrictivas, en tanto de lo que se trata es de la inaplicación de normas específicas, dada la necesidad de defender la estabilidad de un sector básico de la producción de bienes o servicios de interés para la economía general. Así las cosas, y en tanto los peticionarios están obligados a individualizar las normas específicas cuya inaplicación temporal pretenden, en caso de que se conceda la autorización para celebrar el acuerdo, la misma sólo se aplica frente a las normas y condiciones expresamente señaladas, bajo el supuesto de que no obstante limitar la libre competencia tienen la finalidad indicada en la citada ley. Por lo tanto en el evento en que se incurra en una práctica no prevista en el marco del acuerdo o convenio autorizado por esta Entidad la Superintendencia de Industria y Comercio estaría facultada para iniciar la investigación perti-

No han sido muy comunes estos casos, sin embargo, recientemente la SIC autorizó un acuerdo entre los productores de insumos para la construcción como cemento y hierro, en el cual se comprometían a vender sus productos a los desarrolladores de la política de vivienda de interés prioritario del gobierno. Esta decisión se justificó en el hecho de que la legislación considera la vivienda y la construcción como un sector básico de la economía y que esta política, además de afectar macroeconómicamente los indicadores de crecimiento, afecta microeconómicamente en gran escala la demanda agregada de los insumos para la construcción, y que por ende lo que se busca con el acuerdo es favorecer la estabilidad económica del sector[96].

5.8. MEDIDAS DE SALVAMENTO

En el capítulo XX del EOSF están previstas las medidas de salvamento y protección de la confianza pública que puede tomar la Superintendencia Financiera[97].

---

nente e imponer de ser el caso las sanciones a que haya lugar". Superintendencia de Industria y Comercio. Concepto 3018596 de 2003.

96 Cfr. Superintendencia de Industria y Comercio. Resolución 35696 de 2012.

97 Art. 113 EOSF: "*Medidas preventivas de la toma de posesión*. Sin perjuicio de las medidas que las entidades financieras deban adoptar en cumplimiento de las disposiciones que dicte el Gobierno Nacional en ejercicio de las facultades que le confiere el artículo 48, literal i), de este Estatuto, la Superintendencia Bancaria podrá adoptar individualmente las medidas previstas en los numerales 1, 2, 3, 4, 5, 6 y 7 de este artículo.
"1. Vigilancia especial. La vigilancia especial es una medida cautelar para evitar que las entidades sometidas al control y vigilancia de la Superintendencia Bancaria incurran en causal de toma de posesión de sus bienes, haberes y negocios, o para subsanarla. En el evento en que se establezca dicha medida, corresponderá a la Superintendencia Bancaria determinar los requisitos que tales entidades deben observar para su funcionamiento, con el fin de enervar, en el término más breve posible, la situación que le ha dado origen.
"2. Recapitalización. La recapitalización es una medida cautelar para evitar que las entidades sometidas al control y vigilancia de la Superintendencia Bancaria incurran en causal de toma de posesión de sus bienes, haberes y negocios, o para subsanarla. En el evento en que se establezca dicha medida, corresponderá a la Superintendencia Bancaria ordenar las recapitalizaciones correspondientes, de acuerdo con las disposiciones legales.
"3. Administración fiduciaria. La administración fiduciaria es una medida cautelar para evitar que las entidades sometidas al control y vigilancia de la Superintendencia Bancaria incurran en causal de toma de posesión de sus bienes, haberes y negocios, o para subsanarla. En el evento en que se establezca dicha medida, corresponderá a la Superintendencia Bancaria promover

Estas medidas están orientadas a perseguir los siguientes objetivos: (i) prevenir, evitar o subsanar las causales de toma de posesión; (ii) salvar la operación de la entidad vigilada; (iii) salvaguardar los intereses de los terceros, consumidores e inversionistas; (iv) asegurar la confianza que tiene el público en general en el sistema financiero[98].

---

la administración fiduciaria de los bienes y negocios de la entidad por otra entidad financiera autorizada.
"4. Cesión total o parcial de activos, pasivos y contratos y enajenación de establecimientos de comercio a otra institución. La cesión total o parcial de activos, pasivos y contratos, así como la enajenación de establecimientos de comercio a otra institución es una medida cautelar para evitar que las entidades sometidas al control y vigilancia de la Superintendencia Bancaria incurran en causal de toma de posesión de sus bienes, haberes y negocios, o para subsanarla. En el evento en que se establezca dicha medida, corresponderá a la Superintendencia Bancaria promover la cesión de activos pasivos y contratos, así como la enajenación de establecimientos de comercio.
"5. Fusión. Siempre que, a juicio del Superintendente Bancario, una fusión se haga necesaria como medida cautelar para evitar la toma de posesión de los bienes, haberes y negocios, o para subsanarla, dicho funcionario podrá ordenar la fusión con otra u otras instituciones financieras que así lo consientan, sea mediante la creación de instituciones nuevas que agrupen el patrimonio y los accionistas de la primera, o bien, según lo aconsejen las circunstancias, determinando que otra institución financiera preexistente la absorba.
"Para los efectos del presente numeral, el Superintendente Bancario dispondrá la reunión inmediata de las asambleas correspondientes para que, mediante la adopción de los planes y aprobación de los convenios que exija cada situación en particular, adelanten todas las actuaciones necesarias para la rápida y progresiva formalización de la fusión decretada.
"En los casos en que se persista en descuidar o en rehusar el cumplimiento de las órdenes que al respecto expida la Superintendencia Bancaria, se procederá en la forma que indica el artículo 114 del presente Estatuto y normas que lo adicionen.
"6. Programa de recuperación. El programa de recuperación es una medida encaminada a evitar que una entidad sometida al control y vigilancia de la Superintendencia Bancaria incurra en causal de toma de posesión de sus bienes, haberes o negocios o para subsanarla. En virtud de dicha medida, la entidad afectada deberá adoptar y presentar a la Superintendencia Bancaria un plan para restablecer su situación a través de medidas adecuadas, de conformidad con las disposiciones que dicte el Gobierno Nacional.
"7. Sin perjuicio de lo establecido en el numeral 6 del artículo 13 de la Ley 454 de 1998, las instituciones financieras de naturaleza cooperativa sujetas al control y vigilancia de la Superintendencia Bancaria podrán convertirse en sociedades anónimas, en circunstancias excepcionales y con autorización previa de la Superintendencia Bancaria, mediante reforma estatutaria adoptada por su asamblea general. En este caso, los asociados recibirán acciones en proporción a sus aportes en la fecha de la respectiva asamblea que determina la conversión".

98 "Bajo el entendido de que las medidas preventivas de la toma de posesión son institutos de salvamento y protección de la confianza pública, sus objetivos son los siguientes:
"A) Prevenir o evitar las causales de toma de posesión.
"Se busca primordialmente impedir que una institución vigilada por la Superintendencia

Pues bien, estas medidas en cabeza de la Superintendencia Financiera están exceptuadas de la aplicación de las normas de protección de la competencia, en particular de las correspondientes a control de integraciones, tal como se establece en el segundo inciso del artículo 28 de la Ley 1340 de 2009[99].

Bancaria que presenta una situación real o potencial de deterioro de cualquiera de sus indicadores (liquidez, solvencia, gestión o cualquier otro), o que persista en incumplir una orden debidamente impartida por dicha autoridad o una norma legal, quede efectivamente incursa en causal de toma de posesión de sus bienes, haberes y negocios. En otras palabras, se persigue con la medida cautelar evitar que la institución configure una o más causales de toma de posesión y que, por lo tanto, deba ser intervenida.

"B) Subsanar las causales de toma de posesión.

"En este caso el propósito que se persigue con la medida cautelar, contrario al anterior, ya no es prevenir que la entidad incurra en la causal de toma de posesión, sino subsanarla o enervarla. Es decir, encontrándose efectivamente la vigilada en presencia de la causal de toma de posesión, la medida cautelar busca el saneamiento de la situación que le ha dado origen, con el fin de impedir así su intervención.

"C) Salvar la entidad vigilada para que siga operando normalmente.

"Las medidas referidas tienen a su vez como finalidad poner a la entidad en condiciones de seguir operando normalmente en el mercado, de suerte que se evite acudir a la medida extrema de toma de posesión para liquidarla.

"D) Proteger los intereses de los depositantes, ahorradores, inversionistas y terceros de buena fe.

"Como consecuencia obvia del salvamento de la entidad vigilada se previene su toma de posesión y se logra proteger en particular las acreencias de sus depositantes, ahorradores e inversionistas. Se salvaguardan igualmente los recursos del fisco, del propio FOGAFIN, del Banco de la República y en general los dineros del erario público, con lo cual se evitan traumatismos de distinto orden para el mismo Estado.

"E) Asegurar la confianza pública en el sistema financiero. "La consecución de cada uno de los anteriores objetivos, vale decir, su materialización, es naturalmente lo que permite construir un ambiente de confianza y seguridad por parte de la comunidad frente al sector financiero. Desde este punto de vista podemos decir que este objetivo configura en suma el fin supremo de las medidas preventivas de la toma de posesión". GUALY, JESÚS HERACLIO. "Las medidas preventivas de la toma de posesión como institutos de salvamento y protección de la confianza pública", en *80 años Superintendencia Bancaria de Colombia*, Bogotá, Superintendencia Bancaria de Colombia, 2003.

99 Art. 28 Ley 1340 de 2009: "Las normas sobre prácticas restrictivas de la competencia, y en particular, las relativas al control de operaciones de integración empresarial no se aplican a los institutos de salvamento y protección de la confianza pública ordenados por la Superintendencia Financiera de Colombia ni a las decisiones para su ejecución y cumplimiento".

6. CONTROL DE INTEGRACIONES[100]

El régimen el control de las operaciones de integración se encuentra contenido en las normas generales de competencia y existen particularidades para la actividad financiera y para la actividad bursátil.

En uno y otro caso, el tema tiene dos momentos críticos: establecer si la operación debe o no ser sometida al escrutinio estatal y, una vez reportada, resolver sobre la misma autorizándola, condicionándola u objetándola.

En lo que hace a la normatividad que se aplicará, se puede distinguir entre las operaciones de reorganización reguladas en el EOSF y las demás formas de integración.

En cuanto a la autoridad que realizará el análisis, en el artículo 9 de la Ley 1340 de 2009 se previó que "[e]n los procesos de integración o reorganización empresarial en los que participen exclusivamente las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia, ésta conocerá y decidirá sobre la procedencia de dichas operaciones", y en los demás casos, entonces, mirará el tema la SIC.

En lo que respecta al procedimiento, estarían las operaciones de reorganización, para las que se sigue el procedimiento especial que trae el EOSF; las otras integraciones que serán analizadas por la Superintendencia Financiera, que se tramitarán según el procedimiento general para peticiones en interés particular, y aquellas que serán de competencia de la SIC, que se ritualizarán según el procedimiento de la Ley 1340 de 2009.

6.1. NORMATIVIDAD SUSTANCIAL APLICABLE: CAUSALES DE OBJECIÓN

6.1.1. DISPOSICIONES GENERALES

En el artículo 4 de la Ley 155, modificado por el artículo 9 de la Ley 1340 de 2009, se establecen los supuestos fácticos que han de cumplirse para tener

---

100 "El concepto de integración empresarial es amplio y comprende todas aquellas operaciones de fusión, adquisición; adquisición global de activos o pasivos; y en general, cualquier clase de concentración jurídico-económica a través de la cual se busca la expansión o crecimiento empresarial". FRADIQUE, CARLOS y QUINCHE, MANUEL. "Operaciones de integración a través del mercado público de valores", *Revista Foro del Jurista: Derecho de los Mercados*, Cámara de Comercio de Medellín, 2004, vol. 24, pp. 61-71.

la obligación de reportar una operación[101]: (i) que las dos o más empresas involucradas en la operación se dediquen a la misma actividad económica o participen en la misma cadena de valor; (ii) que se trate de una operación de integración empresarial; (iii) que se cumpla alguna de las dos condiciones financieras relativas a los montos de los ingresos operacionales o de los activos totales; y (iv) que las empresas involucradas en la operación no se encuentren en situación de grupo empresarial en los términos del artículo 28 de la Ley 222

101 Art. 4 Ley 155 de 1959: "Las empresas que se dediquen a la misma actividad económica o participen en la misma cadena de valor, y que cumplan con las siguientes condiciones, estarán obligadas a informar a la Superintendencia de Industria y Comercio sobre las operaciones que proyecten llevar a cabo para efectos de fusionarse, consolidarse, adquirir el control o integrarse cualquiera sea la forma jurídica de la operación proyectada:

"1. Cuando, en conjunto o individualmente consideradas, hayan tenido durante el año fiscal anterior a la operación proyectada ingresos operacionales superiores al monto que, en salarios mínimos legales mensuales vigentes, haya establecido la Superintendencia de Industria y Comercio, o

"2. Cuando al finalizar el año fiscal anterior a la operación proyectada tuviesen, en conjunto o individualmente consideradas, activos totales superiores al monto que, en salarios mínimos legales mensuales vigentes, haya establecido la Superintendencia de Industria y Comercio.

"En los eventos en que los interesados cumplan con alguna de las dos condiciones anteriores pero en conjunto cuenten con menos del 20% mercado relevante, se entenderá autorizada la operación. Para este último caso se deberá únicamente notificar a la Superintendencia de Industria y Comercio de esta operación.

"En los procesos de integración o reorganización empresarial en los que participen exclusivamente las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia, esta conocerá y decidirá sobre la procedencia de dichas operaciones. En estos casos, la Superintendencia Financiera de Colombia tendrá la obligación de requerir previamente a la adopción de la decisión, el análisis de la Superintendencia de Industria y Comercio sobre el efecto de dichas operaciones en la libre competencia. Esta última podrá sugerir, de ser el caso, condicionamientos tendientes a asegurar la preservación de la competencia efectiva en el mercado.

"Parágrafo 1. La Superintendencia de Industria y Comercio deberá establecer los ingresos operacionales y los activos que se tendrán en cuenta según lo previsto en este artículo durante el año inmediatamente anterior a aquel en que la previsión se deba tener en cuenta y no podrá modificar esos valores durante el año en que se deberán aplicar.

"Parágrafo 2. Cuando el Superintendente se abstenga de objetar una integración pero señale condicionamientos, estos deberán cumplir los siguientes requisitos: Identificar y aislar o eliminar el efecto anticompetitivo que produciría la integración, e implementar los remedios de carácter estructural con respecto a dicha integración.

"Parágrafo 3. Las operaciones de integración en las que las intervinientes acrediten que se encuentran en situación de Grupo Empresarial en los términos del artículo 28 de la Ley 222 de 1995, cualquiera sea la forma jurídica que adopten, se encuentran exentas del deber de notificación previa ante la Superintendencia de Industria y Comercio".

de 1995. En caso de que las empresas tengan en su conjunto menos del 20% del mercado relevante, se entenderá autorizada la operación y únicamente se deberá notificar a la Superintendencia de la misma, tal y como se establece en el artículo 9 de la Ley 1340 de 2009.

La primera condición que se establece en la ley para informar de la operación a la SIC tiene que ver con si las empresas se dedican a la misma actividad económica, lo cual sería un caso se integración horizontal[102], o si participan en la misma cadena de valor, caso en el cual estaríamos frente a una integración vertical[103].

El segundo supuesto que en la ley se establece para que se dé la obligación de información es que la operación sea una integración empresarial. Es decir, que las dos o más empresas pretendan "fusionarse[104], consolidarse[105], adquirir el control[106]

102 Una integración horizontal es definida como "aquella operación realizada entre empresas ubicadas en el mismo eslabón de la cadena de producción y/o [*sic*] distribución [que] conduce a que desaparezca un competidor del mercado, circunstancia que dependiendo de las condiciones de éste último podría llevar a que las empresas adquieran la capacidad de determinar de manera independiente, o con sus inmediatos competidores, las condiciones de oferta, precios, condiciones de comercialización y demás factores competitivos". Superintendencia de Industria y Comercio. *Guía de análisis de integraciones empresariales*, 2011, p. 1.

103 "Una integración vertical se entiende como 'la integración realizada entre empresas ubicadas en diferentes segmentos de producción y/o distribución pero en la misma cadena de valor que, si bien, no necesariamente reducen la competencia, podrían generar restricciones o limitaciones de oferta hacia arriba o hacia abajo de la respectiva cadena'". Superintendencia de Industria y Comercio, ob. cit., p. 1.

104 Al tenor del artículo 172 C.Co., "[h]abrá fusión cuando una o más sociedades se disuelvan, sin liquidarse, para ser absorbidas por otra o para crear una nueva. En estos términos, la fusión de dos empresas es una operación de integración por cuanto una empresa es absorbida por otra o ambas se disuelven para formar, ambas, una nueva empresa".

105 "[Es] el momento en el cual una empresa que ya poseía intereses en otra, logra obtener control de la segunda. Es importante señalar que el mecanismo que se utilice para adquirir ese control debe ser caracterizado como un 'proceso', es decir, una secuencia ordenada de actuaciones, y que el suceso definitivo no necesita ser de la misma índole de los que se venían usando para representar el interés presente". Superintendencia de Industria y Comercio. Concepto 00086127 del 30 de noviembre de 2000.

106 En los términos del numeral 4 del artículo 45 del Decreto 2153 de 1992, el control se define como "la posibilidad de influenciar directa o indirectamente la política empresarial, la iniciación o terminación de la actividad de la empresa, la variación de la actividad a la que se dedica la empresa o la disposición de los bienes o derechos esenciales para el desarrollo de la actividad de la empresa".

o integrarse[107], cualquiera sea la forma jurídica"[108].

El tercer supuesto tiene que ver con el cumplimiento de al menos una de estas dos condiciones de carácter financiero:

> 1. Cuando, en conjunto o individualmente consideradas, hayan tenido durante el año fiscal anterior a la operación proyectada ingresos operacionales superiores al monto que, en salarios mínimos legales mensuales vigentes, haya establecido la Superintendencia de Industria y Comercio, o
>
> 2. Cuando al finalizar el año fiscal anterior a la operación proyectada tuviesen, en conjunto o individualmente consideradas, activos totales superiores al monto que, en salarios mínimos legales mensuales vigentes, haya establecido la Superintendencia de Industria y Comercio[109].

Para que se cumpla la primera condición es necesario que durante la vigencia fiscal anterior se hayan obtenido, de forma conjunta o individual, ingresos operacionales superiores al monto que establece la SIC cada año. Según la doctrina y las Normas Internacionales de Contabilidad, los ingresos operacionales son "todos los aumentos brutos del patrimonio originados directamente en el desarrollo del objeto social del ente, distintos de los aumentos en los aportes de los propietarios. Un ingreso operacional tiene relación directa con la producción de un bien o servicio que constituye el objeto social de la empresa. Todo ingreso operacional representa una fuente bruta interna de recursos y resulta del giro ordinario del negocio"[110].

Por otro lado, para que se cumpla la alternativa a la segunda condición se necesita que la totalidad de los activos de las empresas, solas o juntas, al 31 de diciembre del año anterior a la operación, superen el monto establecido por la Superintendencia. Para estos efectos, según el Decreto 2649 de 1993, "[u]n activo es la representación financiera de un recurso obtenido por el ente

107 "[T]oda la gama de alternativas jurídicas, económicas, administrativas y de cualquier índole que conducen a que dos o más unidades de explotación económica actúen sustancialmente en beneficio de un mismo interés, independientemente de que subsistan o no como individualidades". Superintendencia de Industria y Comercio. Concepto 00043577 del 23 de junio de 2000.

108 Art. 4 Ley 155 de 1959, modificado por el artículo 9 de la Ley 1340 de 2009.

109 Ibídem.

110 CUÉLLAR, GUILLERMO. *Fundamentos de contabilidad financiera*, Popayán, Universidad del Cauca, 2004.

económico como resultado de eventos pasados, de cuya utilización se espera que fluyan a la empresa beneficios económicos futuros".

El tercer supuesto está relacionado con que las empresas a integrarse no estén en situación de grupo empresarial. Para estos efectos, en el artículo 28 de la Ley 222 de 1995 se establece que "[h]abrá grupo empresarial cuando además del vínculo de subordinación, exista entre las entidades unidad de propósito y dirección". En este sentido, lo que la ley establece es que entre dos o más empresas hay grupo empresarial cuando se cumplen las dos siguientes condiciones: (i) subordinación y (ii) unidad propósito y dirección.

La subordinación está definida en el artículo 260 C.Co., el cual fue subrogado por el artículo 26 de la Ley 222 de 1995. En dicha norma se dice que "[u]na sociedad será subordinada o controlada cuando su poder de decisión se encuentre sometido a la voluntad de otra u otras personas que serán su matriz o controlante, bien sea directamente, caso en el cual aquélla se denominará filial, o con el concurso o por intermedio de las subordinadas de la matriz, en cuyo caso se llamará subsidiaria".

Frente a esta situación, en el mismo código mercantil se contienen una serie de casos que se consideran presunciones de subordinación[111], es decir, unos supuestos en los que se presume la relación de subordinación entre dos

111 Art. 261 C.Co.: "Será subordinada una sociedad cuando se encuentre en uno o más de los siguientes casos:

"1. Cuando más del cincuenta por ciento (50%) del capital pertenezca a la matriz, directamente o por intermedio o con el concurso de sus subordinadas, o de las subordinadas de éstas. Para tal efecto, no se computarán las acciones con dividendo preferencial y sin derecho a voto.

"2. Cuando la matriz y las subordinadas tengan conjunta o separadamente el derecho de emitir los votos constitutivos de la mayoría mínima decisoria en la junta de socios o en la asamblea, o tengan el número de votos necesario para elegir la mayoría de miembros de la junta directiva, si la hubiere.

"3. Cuando la matriz, directamente o por intermedio o con el concurso de las subordinadas, en razón de un acto o negocio con la sociedad controlada o con sus socios, ejerza influencia dominante en las decisiones de los órganos de administración de la sociedad.

"Parágrafo 1. Igualmente habrá subordinación, para todos los efectos legales, cuando el control conforme a los supuestos previstos en el presente artículo, sea ejercido por una o varias personas naturales o jurídicas de naturaleza no societaria, bien sea directamente o por intermedio o con el concurso de entidades en las cuales éstas posean más del cincuenta por ciento (50%) del capital o configure la mayoría mínima para la toma de decisiones o ejerzan influencia dominante en la dirección o toma de decisiones de la entidad.

"Parágrafo 2. Así mismo, una sociedad se considera subordinada cuando el control sea ejercido por otra sociedad, por intermedio o con el concurso de alguna o algunas de las entidades mencionadas en el parágrafo anterior".

sociedades. Sin embargo, la Superintendencia de Sociedades ha sido clara a la hora de interpretar esta lista diciendo que no es taxativa y que bien pueden existir otros casos de subordinación[112].

Por otro lado, en el mencionado artículo 28 de la Ley 222 de 1995 se establece que "[s]e entenderá que existe unidad de propósito y dirección cuando la existencia y actividades de todas las entidades persigan la consecución de un objetivo determinado por la matriz o controlante en virtud de la dirección que ejerce sobre el conjunto, sin perjuicio del desarrollo individual del objeto social, o actividad de cada una de ellas"[113].

Por último, en el ya citado artículo 4 de la Ley 155 de 1959 se establece que cuando las empresas interesadas en realizar la operación "en conjunto cuenten con menos del 20% del mercado relevante, se entenderá autorizada la operación". Para verificar el cumplimiento de este supuesto es necesario hacer un análisis del mercado relevante desde el punto de vista del producto y desde el punto de vista geográfico, tal como se explicó en acápites anteriores.

112 "Considera la Superintendencia que la intención del legislador al relacionar en el artículo 261 del Código de Comercio algunas circunstancias determinantes de la subordinación, no estaba más que mencionando los eventos en los cuales se presume la existencia del control descrito en el artículo 260. Pero ello no excluye los casos de otras circunstancias donde se encuentre que el poder de decisión de una sociedad está sometido a la voluntad de su matriz o controlante, y corresponderá a las partes verificar la existencia de tal control y declararlo, sin que en tales eventos se presuma la subordinación". Superintendencia de Sociedades. Oficio 220-15430 del 13 de abril de 1998.

113 Sobre la situación de grupo empresarial, en la Circular Externa n.º 30 del 26 de noviembre de 1997 la Superintendencia de Sociedades dijo: "[N]o habrá lugar a considerar la figura del 'grupo empresarial' por el simple hecho de que la matriz persiga que sus subordinadas sean rentables, salvo que dicho objetivo se encuentre acompañado de una injerencia de aquella en cuanto a la disposición planificada y sistemática de objetivos determinados, que han de ejecutarse por los sujetos que conforman el grupo, al tiempo que deben someterse a su evaluación y control directo o indirecto estableciendo una clase de relación de interdependencia [...]. Se puede afirmar que se presenta unidad de propósito cuando la relación de las entidades involucradas a través de la subordinación, presentan una finalidad, que es comunicada por la entidad controlante y asumida por las controladas, encaminada a la ejecución de un fin o designio que se asume en beneficio del grupo sin perjuicio de la actividad correspondiente de los sujetos que lo componen [...]. Existe unidad de dirección cuando las empresas que conforman el grupo están dominadas o subordinadas a la expresión del poder de la controlante, que tiene la facultad de decisión, y ello con el propósito de que todas actúen no solo bajo la misma dirección, como es lógico, sino bajo los mismos parámetros, sean ellos explícitos o no".

Una vez establecido que la operación sí debe ser informada a la autoridad, ésta deberá analizarla para determinar si procede su autorización o condicionamiento o si debe objetarse.

Siendo claro que el único objetivo es asegurar la competencia, la operación deberá objetarse si restringe indebidamente la competencia. Deberá ser condicionada si las restricciones que se identifiquen pueden ser aisladas, caso en el cual se deberán señalar los condicionamientos estructurales a los que se someterá el negocio.

En caso de que la autoridad no identifique limitaciones a la libre competencia, o no supere la carga de prueba que está en su lado, deberá abstenerse de objetarla o condicionarla.

Ahora bien, cumpliendo lo que se ordena en el artículo 51 del Decreto 2153 de 1992, en caso de que se hubiere identificado que la operación generaría una restricción a la competencia que ameritaría objeción, el Superintendente, con todo, no podrá objetarla "si los interesados demuestran dentro del proceso respectivo, con estudios fundamentados en metodologías de reconocido valor técnico, que los efectos benéficos de la operación para los consumidores exceden el posible impacto negativo sobre la competencia y que tales efectos no pueden alcanzarse por otros medios".

6.1.2. PARTICULARIDADES PARA LA ACTIVIDAD FINANCIERA

Como ya vimos, la Superintendencia Financiera conoce las integraciones que se den entre sus entidades vigiladas de modo exclusivo.

Para aquellas operaciones de integración que no sean reorganizaciones la SFC seguirá su propio procedimiento pero aplicará las normas sustanciales y tendrá las facultades previstas para la SIC en la Ley 1340 de 2009.

Por su parte, en el EOSF están previstas disposiciones especiales para las reorganizaciones, adquisiciones, fusiones y cesión de activos y pasivos de las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera que siempre deberán reportarse[114].

114 Art. 56 EOSF: "*Aviso a la Superintendencia Bancaria*. [...] Los representantes legales de las entidades interesadas deberán dar aviso de fusión a la Superintendencia Bancaria".

Para estas, en el numeral 2 del artículo 58 EOSF se establecen las causales taxativas por las cuales el superintendente podrá objetar, incluyendo[115] "[c]uando, como resultado de la fusión, la entidad absorbente o nueva pueda mantener o determinar precios inequitativos, limitar servicios, o impedir, restringir o falsear la libre competencia en los mercados en que participe, ya sea como matriz o por medio de sus filiales, y, a su juicio, no se tomen las medidas necesarias y suficientes para prevenirlo". Sin embargo en dicha norma se advierte "[q]ue entenderá que la hipótesis no se configura cuando la entidad absorbente o nueva atienda menos del veinticinco por ciento (25%) de los mercados correspondientes".

6.1.3. PARTICULARIDADES DE LA ACTIVIDAD BURSÁTIL: SITUACIÓN DE LOS EMISORES

Algunas operaciones de integración tienen lugar en el mercado público de valores. Esta situación se presenta cuando aquella compañía respecto de la cual otra adquiere el control es un emisor inscrito en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios. El principal mecanismo bursátil que se utiliza para realizar este tipo de integraciones es la oferta pública de adquisición[116].

115 Art. 58 EOSF: "*Facultad de objeción*. [...] 2. Causales. El Superintendente Bancario sólo podrá objetar la fusión por las siguientes razones:
"a. Cuando la entidad absorbente o nueva no cumpla con los montos mínimos de capital establecidos en la ley, y no existan, a su juicio, suficientes seguridades de que será capitalizada en la cuantía necesaria y en un plazo adecuado;
"b. Cuando la entidad absorbente o nueva no cumpla con los niveles adecuados de patrimonio o las normas de solvencia vigentes y no existan, a su juicio, suficientes seguridades de que su situación patrimonial se ajustará satisfactoriamente en un plazo adecuado;
"c. Cuando, a su juicio, los administradores de alguna de las entidades interesadas no satisfagan las condiciones de carácter, responsabilidad o idoneidad necesarias para participar en la respectiva operación o tampoco satisfagan tales condiciones los accionistas que posean más del cinco por ciento (5%) del capital de alguna de las entidades interesadas;
"d. Cuando, como resultado de la fusión, la entidad absorbente o nueva pueda mantener o determinar precios inequitativos, limitar servicios, o impedir, restringir o falsear la libre competencia en los mercados en que participe, ya sea como matriz o por medio de sus filiales, y, a su juicio, no se tomen las medidas necesarias y suficientes para prevenirlo. Se entenderá que ninguna de las hipótesis previstas en esta letra se configura cuando la entidad absorbente o nueva atienda menos del veinticinco por ciento (25%) de los mercados correspondientes;
"e. Cuando, a su juicio, la fusión pueda causar perjuicio al interés público o a la estabilidad del sistema financiero".

116 De conformidad con el artículo 1.2.1.1 de la Resolución 400 de 1995 de la entonces Superintendencia de Valores, "[s]e considera como oferta pública de valores aquella que se dirija a personas no determinadas o a cien o más personas determinadas, con el fin de suscribir, enajenar o adquirir documentos emitidos en serie o en masa, que otorguen a sus titulares derechos de crédito, de participación y de tradición o representativos de mercancías". Adicionalmente, el artículo 1.2.5.6 ibídem establece que "[t]oda persona o grupo de personas que conformen un mismo beneficiario real, directamente o por interpuesta persona, solo podrá convertirse en beneficiario real de más del diez por ciento (10%) de las acciones ordinarias en circulación de una sociedad, cuyas acciones se encuentren inscritas en una bolsa de valores, adquiriendo las acciones con las cuales se supere dicho porcentaje a través de una oferta pública de adquisición dirigida a todos los titulares de tales acciones [...]. De igual forma, toda persona o grupo de personas que sea beneficiario real de más del diez por ciento (10%) de las acciones ordinarias en circulación solo podrá incrementar, directamente o por interpuesta persona, su participación en un porcentaje superior al cinco por ciento (5%) de las acciones ordinarias en circulación a través de una oferta pública de adquisición dirigida a todos los titulares de dichas acciones".

De esta manera, quienes deseen realizar una oferta pública de adquisición, antes de realizar todo el procedimiento que las normas prevén para ello, deben informar a la SIC la operación, en aquellos casos en los que se cumplan los supuestos de información previstos en el artículo 4 de la Ley 155 de 1959.

6.2. PROCEDIMIENTO

6.2.1. PARA LAS QUE ANALIZA LA SIC

El procedimiento para la autorización de las operaciones de integración que analiza la SIC está previsto en el artículo 10 de la Ley 1340 de 2009[117]. Dicho procedimiento se resume en: (i) la presentación de una solicitud de preeva-

117 Art. 10 Ley 1340 de 2009: "*Procedimiento administrativo en caso de integraciones empresariales*. Para efectos de obtener el pronunciamiento previo de la Superintendencia de Industria y Comercio en relación con una operación de integración proyectada, se seguirá el siguiente procedimiento:
"1. Los interesados presentarán ante la Superintendencia de Industria y Comercio una solicitud de preevaluación, acompañada de un informe sucinto en el que manifiesten su intención de llevar a cabo la operación de integración empresarial y las condiciones básicas de la misma, de conformidad con las instrucciones expedidas por la autoridad única de competencia.
"2. Dentro de los tres (3) días siguientes a la presentación del informe anterior y salvo que cuente con elementos suficientes para establecer que no existe la obligación de informar la operación, la Superintendencia de Industria y Comercio ordenará la publicación de un anuncio en un diario de amplia circulación nacional, para que dentro de los diez (10) días siguientes a la publicación se suministre a esa entidad la información que pueda aportar elementos de utilidad para el análisis de la operación proyectada. La Superintendencia de Industria y Comercio no ordenará la publicación del anuncio cuando cuente con elementos suficientes para establecer que no existe obligación de informar la operación, cuando los intervinientes de la operación,

luación informando las condiciones de la operación; (ii) la publicación de un anuncio por parte de la SIC para que se allegue información que pueda ser de utilidad para el análisis; (iii) si la SIC considera que la operación no genera riesgos para la competencia, la autoriza; (iv) de lo contrario continuará con el procedimiento y dará aviso a las autoridades regulatorias o de vigilancia y control de los sectores involucrados en la operación para que emitan un concepto técnico sobre la misma[118].

La SIC debe objetar o condicionar la operación dentro de los tres meses siguientes al recibo de la información por parte de los interesados; de lo contrario, la operación se entiende autorizada. Adicionalmente, la inactividad de los interesados por un término de dos meses se entiende como un desistimiento de la solicitud.

6.2.2. PARA LAS QUE ANALIZA LA SUPERINTENDENCIA FINANCIERA

Para el caso de las integraciones que analiza la Superintendencia Financiera están previstos una serie de procedimientos especiales en el EOSF, dependiendo

---

por razones de orden público, mediante escrito motivado soliciten que la misma permanezca en reserva y esta solicitud sea aceptada por la Superintendencia de Industria y Comercio.
"3. Dentro de los treinta (30) días siguientes a la presentación de la información a que se refiere el numeral 1 de este artículo, la autoridad de competencia determinará la procedencia de continuar con el procedimiento de autorización o, si encontrase que no existen riesgos sustanciales para la competencia que puedan derivarse de la operación, de darlo por terminado y dar vía libre a esta.
"4. Si el procedimiento continúa, la autoridad de competencia lo comunicará a las autoridades a que se refiere el artículo 8 de esta ley y a los interesados, quienes deberán allegar, dentro de los quince (15) días siguientes, la totalidad de la información requerida en las guías expedidas para el efecto por la autoridad de competencia, en forma completa y fidedigna. La Superintendencia de Industria y Comercio podrá solicitar que se complemente, aclare o explique la información allegada. De la misma manera, podrán los interesados proponer acciones o comportamientos a seguir para neutralizar los posibles efectos anticompetitivos de la operación. Dentro del mismo término los interesados podrán conocer la información aportada por terceros y controvertirla.
"5. Si transcurridos tres (3) meses desde el momento en que los interesados han allegado la totalidad de la información la operación no se hubiere objetado o condicionado por la autoridad de competencia, se entenderá que esta ha sido autorizada.
"6. La inactividad de los interesados por más de (2) dos meses en cualquier etapa del procedimiento, será considerada como desistimiento de la solicitud de autorización".

118 Cfr. Superintendencia de Industria y Comercio. Circular Única, tít. VII, cap. segundo.

del tipo de operación. Sin embargo, independientemente de ello, en el artículo 9 de la Ley 1340 de 2009 se establece la obligación "de requerir previamente a la adopción de la decisión, el análisis de la Superintendencia de Industria y Comercio sobre el efecto de dichas operaciones en la libre competencia. Esta última podrá sugerir, de ser el caso, condicionamientos tendientes a asegurar la preservación de la competencia efectiva en el mercado".

Por razones metodológicas trataremos en este numeral únicamente el procedimiento previsto para las fusiones de las entidades financieras, el cual está previsto en los artículos 56 y siguientes EOSF.

En primer lugar, las entidades interesadas deberán dar aviso a la SFC indicando los motivos y condiciones de la fusión, los estados financieros de las interesadas, los métodos de evaluación de las sociedades y anexando la copia de compromiso de fusión aprobado por la asamblea. Este aviso puede darse de manera previa al compromiso cuando la solicitud sea suscrita por la mayoría cualificada en la ley. En este caso, el compromiso deberá alegarse posteriormente[119].

---

119 Art. 56 EOSF: "*Aviso a la Superintendencia Bancaria.*
"1. Oportunidad del aviso. Los representantes legales de las entidades interesadas deberán dar aviso de fusión a la Superintendencia Bancaria. Este aviso se efectuará, si ya se ha aprobado el compromiso por las respectivas asambleas, dentro de los diez (10) días siguientes a su aprobación; sin embargo, podrá efectuarse anticipadamente, expresando la intención de fusión, con no menos de tres (3) meses de antelación a la reunión de los órganos correspondientes. Cuando las entidades filiales de matrices en proceso de fusión tengan la intención de fusionarse entre sí, podrán dar aviso de fusión a la Superintendencia Bancaria conjuntamente con el aviso que presenten sus matrices. Con base en dicho aviso se acumularán los trámites de fusión de las filiales con los de las matrices.
"2. Contenido del aviso. El aviso de fusión deberá contener la siguiente información:
"a. Los motivos de la fusión y las condiciones administrativas y financieras en que se realizará.
"b. Los estados financieros de fin de ejercicio o de período intermedio, respecto de los cuales se haya emitido dictamen del revisor fiscal, que hubieren servido de base para establecer las condiciones en que se realizará la fusión. Los estados financieros no podrán corresponder a una fecha anterior a seis (6) meses antes del aviso de fusión.
"c. Tratándose de sociedades, un anexo explicativo del método o métodos de evaluación de las mismas y de la relación de intercambio resultante de su aplicación.
"d. Copia de las actas mediante las cuales se haya aprobado el compromiso de fusión. De haberse dado aviso anticipado, una vez aprobado el respectivo compromiso, se remitirá copia de las actas correspondientes a la Superintendencia Bancaria.
"Parágrafo. Para los efectos del artículo 173 del Código de Comercio, bastará con que el compromiso de fusión que aprueben las asambleas contenga la información a que se refieren las letras a., b. y c. de este numeral.
"3. Procedimiento abreviado. El aviso anticipado podrá ser enviado a la Superintendencia

Cuando haya habido lugar al aviso anticipado, es decir, antes del compromiso de fusión, se debe dar aviso a los accionistas de la fusión que se pretende[120].

Una vez recibido el aviso en debida forma, la SFC podrá objetarla dentro de los dos meses siguientes al recibo del aviso. Cuando se trate de aviso anticipado, el superintendente dispondrá de un mes para objetarla[121]. Vencido el término para objetarla sin haber obtenido respuesta, los interesados podrán formalizar la fusión[122].

7. ABOGACÍA DE LA COMPETENCIA Y COLABORACIÓN ENTRE ENTIDADES DE REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN

En la Ley 1340 de 2009 se previó que la función de la SIC como autoridad única de competencia no era solo la aplicación de la ley, sino también efectuar una

---

Bancaria con no menos de un (1) mes de antelación, cuando la solicitud respectiva sea suscrita por los accionistas de las entidades que representen una mayoría superior al noventa y cinco por ciento (95%) del capital de las entidades interesadas".

120 Art. 57 EOSF: "*Aviso a los accionistas o aportantes.* Cuando los representantes legales de las entidades interesadas hayan dado un aviso anticipado de fusión a la Superintendencia Bancaria deberán también poner en conocimiento de los accionistas o aportantes de las mismas, mediante comunicación telegráfica o por aviso que se publicará en uno de los principales diarios de circulación nacional, un resumen de la información a que hacen referencia las letras a y c del numeral 2. del artículo anterior con dos (2) meses de antelación a la fecha prevista para la reunión de asambleas a cuya consideración se someterá el compromiso de fusión. A partir de ese momento, los libros de contabilidad y demás comprobantes exigidos por la ley deberán ponerse a disposición de los accionistas en las oficinas de la administración hasta la asamblea que estudie la fusión.

"Conjuntamente con este aviso se podrá convocar la asamblea que decidirá sobre la fusión, sin perjuicio de lo que al respecto establezcan los estatutos de la entidad.

"Parágrafo. Este aviso podrá efectuarse con un (1) sólo mes de antelación en el evento previsto en el numeral 3 del artículo anterior".

121 Art. 58 EOSF: "*Facultad de objeción.*

"1. Término para ejercerla. Recibido el aviso de fusión, el Superintendente Bancario podrá objetarla dentro de los dos (2) meses siguientes a su presentación en debida forma. No obstante, cuando se trate del aviso anticipado que puede presentarse con un (1) mes de antelación, el Superintendente Bancario dispondrá de un término máximo de un (1) mes para formular objeción.

"En caso de que a juicio del Superintendente Bancario no exista objeción a la fusión, éste podrá declararlo así antes del vencimiento del término correspondiente".

122 Art. 60 EOSF: "*Procedimiento de formalización y efectos de la fusión.*

"1. Formalización. La entidad absorbente o nueva podrá formalizar el acuerdo de fusión cuando venza el término sin que la Superintendencia Bancaria formule objeción, o declare anticipadamente la ausencia de objeción".

abogacía de la competencia, la cual es entendida por la doctrina como el "conjunto de actividades realizadas por la autoridad para promover un ambiente favorable a la competencia"[123].

En este sentido, la abogacía de la competencia se divide en tres componentes distintos: (i) la abogacía entendida como la promoción de la cultura de la competencia como principio fundamental de la economía social de mercado; (ii) la abogacía entendida como participación con las demás autoridades en la expedición de normas en beneficio de la libre competencia[124] –esta acepción es la que está específicamente delineada en el artículo 7 de la Ley 1340 de 2009[125]–; (iii) la abogacía entendida como la función de asesor del Gobierno Nacional en materia de competencia.

El trámite de la abogacía de la competencia prevista en el artículo 7 mencionado fue reglamentado en el Decreto 2897 de 2010, en el cual, en su artículo 2[126], se prevé cuáles autoridades han de informar "proyectos de actos

---

123 SITTENFELD, PAMELA. *Ventajas y limitaciones de la experiencia de Costa Rica en materia de políticas de competencia: un punto de referencia para la región centroamericana*, Serie Estudios y Perspectivas, Sede subregional de Cepal en México, 2007, n.º 69, p. 13.

124 "La abogacía de la competencia comprende, en consecuencia, dos actividades por parte de la autoridad de competencia. Las primeras están orientadas a promover la cultura de la competencia, es decir, a concientizar a los productores, a los consumidores y a los entes gubernamentales respecto de los beneficios de la competencia como principio de organización de una economía.

"Las segundas, que son a las que se refiere la Ley 1340, consisten en asesorar a las autoridades, sin importar la materia objeto de regulación, en la expedición de normas pro competitivas. La abogacía es un instrumento esencial para promover la competencia, pues solo en la medida en que los participantes del Gobierno, los empresarios, la academia y los consumidores tomen conciencia de la importancia de la competencia, podrá el país gozar de sus beneficios". RUBIO ESCOBAR, JAIRO. "La abogacía de la competencia y el desarrollo de nuestro país", *Portafolio*, 26 de febrero de 2010, disponible en: http://www.portafolio.co/archivo/documento/CMS-7309827

125 Art. 7 Ley 1340 de 2009: "*Abogacía de la competencia.* Además de las disposiciones consagradas en el artículo 2 del Decreto 2153 de 1992, la Superintendencia de Industria y Comercio podrá rendir concepto previo sobre los proyectos de regulación estatal que puedan tener incidencia sobre la libre competencia en los mercados. Para estos efectos las autoridades de regulación informarán a la Superintendencia de Industria y Comercio de los actos administrativos que se pretendan expedir. El concepto emitido por la Superintendencia de Industria y Comercio en este sentido no será vinculante. Sin embargo, si la autoridad respectiva se apartara de dicho concepto, la misma deberá manifestar de manera expresa dentro de las consideraciones de la decisión los motivos por los cuales se aparta".

126 Art. 2 Decreto 2897 de 2010: "*Autoridades que deben informar sobre proyectos de regulación.* Para los fines a que se refiere el artículo 7 de la Ley 1340 de 2009 deberán informar a la

administrativos que se propongan expedir con fines de regulación"[127] a la SIC, dentro de las que se incluyen ministerios y superintendencias.

Así, en el mismo decreto se estableció que corresponde a la SIC determinar cuál es el "test" que deben cumplir las autoridades para determinar si deben o no informar los proyectos regulatorios a la SIC[128]. En este sentido, la SIC profirió la Resolución 44649 de 2010[129], en la cual dictó un cuestionario

---

Superintendencia de Industria y Comercio sobre los proyectos de acto administrativo con fines regulatorios que se propongan expedir los Ministerios, Departamentos Administrativos, Superintendencias con o sin personería jurídica, Unidades Administrativas Especiales con o sin personería jurídica y los establecimientos públicos del orden nacional".

127 Art. 1 Decreto 2897 de 2010.

128 Art. 5 Decreto 2897 de 2010: "*Evaluación que debe realizar la autoridad que proyecta expedir un acto.* La autoridad que se proponga expedir un acto administrativo con fines regulatorios deberá evaluar su posible incidencia sobre la libre competencia con base en el cuestionario que adoptará la Superintendencia de Industria y Comercio mediante una resolución de carácter general. Esa evaluación deberá realizarla antes de someter a consideración de la Superintendencia de Industria y Comercio el proyecto de acto regulatorio.
"La resolución que expida la Superintendencia de Industria y Comercio establecerá las preguntas centrales que deberá formularse la autoridad que proyecta expedir un acto administrativo. Con el fin de facilitar la evaluación, las preguntas podrán complementarse con ejemplos o situaciones que sirvan para ilustrar el tipo de efectos de una regulación, perseguidos o no, que puedan restringir indebidamente la libre competencia".

129 Art. 1 Resolución SIC 44649 de 2010: "Adoptar el cuestionario para la evaluación de la incidencia sobre la libre competencia de los proyectos de actos administrativos expedidos con fines regulatorios, a que hace referencia el artículo 5° del Decreto 2897 de 2010, el cual consta de las siguientes preguntas:
"1. ¿La regulación limita el número o la variedad de las empresas en uno o varios mercados relevantes relacionados? Es posible que esto suceda, entre otros eventos, cuando el proyecto de acto:
"a) Otorga derechos exclusivos a una empresa para prestar servicios o para ofrecer bienes;
"b) Establece licencias, permisos, autorizaciones para operar o cuotas de producción o de venta;
"c) Limita la capacidad de cierto tipo de empresas para ofrecer un bien o prestar un servicio;
"d) Eleva de manera significativa los costos de entrada o salida del mercado para las empresas;
"e) Crea una barrera geográfica a la libre circulación de bienes o servicios o a la inversión;
"f) Incrementa de manera significativa los costos:
"i) para nuevas empresas en relación con las empresas que ya operan en un mercado o mercados relevantes relacionados, o
"ii) para unas empresas en relación con otras cuando el conjunto ya opera en uno o varios mercados relevantes relacionados.
"2. ¿La regulación limita la capacidad de las empresas para competir en uno o varios mercados relevantes relacionados?
Es posible que esto suceda, entre otros eventos, cuando el proyecto de acto:

que deben absolver las entidades como examen previo para determinar si el proyecto tiene o no incidencia en la libre competencia.

Para el caso concreto del sector financiero y bursátil, cuando las autoridades con funciones de regulación, tales como el Ministerio de Hacienda o la Superintendencia Financiera, pretendan implementar alguna medida regulatoria, deberán determinar mediante la resolución de cuestionario si esa medida afectaría las condiciones de competencia, y en caso positivo, proceder a informar a la SIC en los términos del artículo 7 de la Ley 1340 de 2009 y del Decreto 2897 de 2010.

REFERENCIAS

NORMATIVIDAD

Código de Comercio.

Constitución Política de Colombia de 1991.

Decreto 2153 de 1992.

Decreto 2649 de 1993.

Decreto 2897 de 2010.

"a) Controla o influye sustancialmente sobre los precios de los bienes o servicios o el nivel de producción;
"b) Limita a las empresas la posibilidad de distribuir o comercializar sus productos;
"c) Limita la libertad de las empresas para promocionar sus productos;
"d) Otorga a los operadores actuales en el mercado un trato diferenciado con respecto a las empresas entrantes;
"e) Otorga trato diferenciado a unas empresas con respecto a otras;
"f) Limita la libertad de las empresas para elegir sus procesos de producción o su forma de organización industrial;
"g) Limita la innovación para ofrecer nuevos productos o productos existentes pero bajo nuevas formas.
"3. ¿La regulación implica reducir los incentivos de las empresas para competir en uno o varios mercados relevantes relacionados?
"Es posible que esto suceda, entre otros eventos, cuando el proyecto de acto:
"a) Genera un régimen de autorregulación o corregulación;
"b) Impone la obligación de dar publicidad sobre información sensible para una empresa que podría ser conocida por sus competidores (por ejemplo, precios, nivel de ventas, costos, etc.)".

Decreto 3523 de 2009.

Decreto 4886 de 2011.

Estatuto Orgánico del Sistema Financiero: Decreto 663 de 1993.

Ley 1328 de 2009.

Ley 1340 de 2009.

Ley 1480 de 2011.

Ley 155 de 1959.

Ley 222 de 1995.

Ley 35 de 1993.

Ley 964 de 2005.

Superintendencia de Industria y Comercio, Circular Única.

Superintendencia de Sociedades, Circular Externa n.° 30 de 1997.

Superintendencia Financiera de Colombia, Circular Externa n.° 007 de 1996.

ARTÍCULOS Y LIBROS

COLOMA, GERMÁN. *Defensa de la competencia*, Buenos Aires y Madrid, Ciudad Argentina, 2003.

CORREA HENAO, MAGDALENA. *Libertad de empresa en el Estado social de derecho*, Bogotá, Universidad Externado de Colombia, 2008.

CUÉLLAR, GUILLERMO. *Fundamentos de contabilidad financiera*, Popayán, Universidad del Cauca, 2004.

DE LA CALLE RESTREPO, JOSÉ MIGUEL. "Abogacía de la competencia: la nueva tarea de la Superintendencia de Industria y Comercio", *Revista Contexto*, Universidad Externado de Colombia, 2012, n.° 36, pp. 59-68.

FLINT, PINKAS. *Tratado de defensa de la libre competencia*. Lima: Fondo Editorial de la Pontifica Universidad Católica del Perú, 2002.

FRADIQUE, CARLOS y QUINCHE, MANUEL. "Operaciones de integración a través del mercado público de valores", *Revista Foro del Jurista: Derecho de los Mercados*, Cámara de Comercio de Medellín, 2004, vol. 24, pp. 61-71.

GUALY, JESÚS HERACLIO. "Las medidas preventivas de la toma de posesión como institutos de salvamento y protección de la confianza pública", en *80 años Superintendencia Bancaria de Colombia*, Bogotá, Superintendencia Bancaria de Colombia, 2003.

GWARTNEY, JAMES D. y STROUP, RICHARD. *Lo que todos deben saber sobre economía y prosperidad*, Bogotá, Legis, 1994.

MIRANDA LONDOÑO, ALFONSO e IBARRA PARDO, GABRIEL. "El estado actual de la práctica de fijación vertical de precios en Colombia", *CEDEC XVI. Revista de Derecho de la Competencia*, Pontificia Universidad Javeriana, 2016, vol. 12, n.° 12, pp. 289-349.

MIRANDA LONDOÑO, ALFONSO. "Abuso de la posición dominante: perspectivas de aplicación en Colombia a la luz del derecho comparado", ponencia presentada dentro del Programa de Educación Continuada "Actualización sobre promoción de la competencia e integraciones Económicas", Universidad de los Andes, Bogotá, 1993, disponible en: https://centrocedec.files.wordpress.com/2010/06/abuso-de-la-posicion-dominante-perspectivas-de-la-aplicacion-en-colombia-a-la-luz-del-drecho-comparado-alfonso-miranda-londono.pdf

ORTIZ BLANCO, LUIS, MAÍLLO GONZÁLEZ-ORUS, JERÓNIMO, IBÁÑEZ COLOMO, PABLO y LAMADRID DE PABLO, ALFONSO. *Manual de derecho de la competencia*, Madrid, Tecnos, 2008.

RUBIO ESCOBAR, JAIRO. *Derecho de los mercados*, Bogotá, Superintendencia de Industria y Comercio y Legis, 2007.

RUBIO ESCOBAR, JAIRO. "La abogacía de la competencia y el desarrollo de nuestro país", en *Portafolio*, 26 de febrero de 2010, disponible en: http://www.portafolio.co/archivo/documento/CMS-7309827

Superintendencia de Industria y Comercio. "Guía de análisis de integraciones empresariales", Bogotá, 2011.

SITTENFELD, PAMELA. *Ventajas y limitaciones de la experiencia de Costa Rica en materia de políticas de competencia: un punto de referencia para la región centroamericana*, Serie Estudios y Perspectivas, n.° 69, Sede subregional de Cepal en México, 2007.

VELANDIA, MAURICIO. *Derecho de la competencia y del consumo*, 2.ª ed., Bogotá, Universidad Externado de Colombia, 2011.

JURISPRUDENCIA

Corte Constitucional. Sentencia C-533 de 1992, M.P.: Eduardo Cifuentes Muñoz.

Corte Constitucional. Sentencia T-425 de 1992, M.P.: Ciro Angarita Barón.

Corte Constitucional. Sentencia C-606 de 1992, M.P.: Ciro Angarita Barón.

Corte Constitucional. Sentencia T-426 de 1992, M.P.: Eduardo Cifuentes Muñoz.

Corte Constitucional. Sentencia T-533 de 1992, M.P.: Eduardo Cifuentes Muñoz.

Corte Constitucional. Sentencia C-040 de 1993, M.P.: Ciro Angarita Barón.

Corte Constitucional. Sentencia C-074 de 1993, M.P.: José Gregorio Hernández.

Corte Constitucional. Sentencia T-240 de 1993, M.P.: Eduardo Cifuentes Muñoz.

Corte Constitucional. Sentencia C-265 de 1994, M.P.: Alejandro Martínez Caballero.

Corte Constitucional. Sentencia C-318 de 1994, M.P.: Eduardo Cifuentes Muñoz.

Corte Constitucional. Sentencia C-349 de 1994, M.P.: José Gregorio Hernández Galindo.

Corte Constitucional. Sentencia C-407 de 1994, M.P.: Alejandro Martínez Caballero.

Corte Constitucional. Sentencia C-166 de 1995, M.P.: Hernando Herrera Vergara.

Corte Constitucional. Sentencia C-280 de 1995, M.P.: Jorge Arango Mejía.

Corte Constitucional. Sentencia C-316 de 1995, M.P.: Antonio Barrera Carbonell.

Corte Constitucional. Sentencia C-398 de 1995, M.P.: José Gregorio Hernández.

Corte Constitucional. Sentencia C-445 de 1995, M.P.: Alejandro Martínez Caballero.

Corte Constitucional. Sentencia C-524 de 1995, M.P.: Carlos Gaviria Díaz.

Corte Constitucional. Sentencia C-154 de 1996, M.P.: Antonio Barrera Carbonell.

Corte Constitucional. Sentencia C-254 de 1996, M.P.: Eduardo Cifuentes Muñoz.

Corte Constitucional. Sentencia C-475 de 1997, M.P.: Eduardo Cifuentes Muñoz

Corte Constitucional. Sentencia C-429 de 1997, M.P.: Alejandro Martínez Caballero.

Corte Constitucional. Sentencia C-535 de 1997, M.P.: Eduardo Cifuentes Muñoz.

Corte Constitucional. Sentencia C-584 de 1997, M.P.: Eduardo Cifuentes Muñoz.

Corte Constitucional. Sentencia T-375 de 1997, M.P.: Eduardo Cifuentes Muñoz.

Corte Constitucional. Sentencia C-183 de 1998, M.P.: Eduardo Cifuentes Muñoz.

Corte Constitucional. Sentencia C-624 de 1998, M.P.: Alejandro Martínez Caballero.

Corte Constitucional. Sentencia T-799 de 1998, M.P.: Vladimiro Naranjo Mesa.

Corte Constitucional. Sentencia C-083 de 1999, M.P.: Vladimiro Naranjo Mesa.

Corte Constitucional. Sentencia C-866 de 1999, M.P.: Vladimiro Naranjo Mesa.

Corte Constitucional. Sentencia SU-166 de 1999, M.P.: Alejandro Martínez Caballero.

Corte Constitucional. Sentencia C-955 de 2000, M.P.: José Gregorio Hernández Galindo.

Corte Constitucional. Sentencia C-142 de 2001, M.P.: Eduardo Montealegre Lynett.

Corte Constitucional. Sentencia C-540 de 2001, M.P.: Jaime Córdoba Triviño.

Corte Constitucional. Sentencia C-673 de 2001, M.P.: Manuel José Cepeda Espinosa.

Corte Constitucional. Sentencia C-780 de 2001, M.P.: Jaime Córdoba Triviño.

Corte Constitucional. Sentencia C-810 de 2001, M.P.: Eduardo Montealegre Lynett.

Corte Constitucional. Sentencia C-1287 de 2001, M.P.: Marco Gerardo Monroy Cabra.

Corte Constitucional. Sentencia C-491 de 2002, M.P.: Marco Gerardo Monroy Cabra.

Corte Constitucional. Sentencia C-645 de 2002, M.P.: Marco Gerardo Monroy Cabra.

Corte Constitucional. Sentencia C-974 de 2002, M.P.: Rodrigo Escobar Gil.

Corte Constitucional. Sentencia SU-1122 de 2002, M.P.: Eduardo Montealegre Lynett.

Corte Constitucional. Sentencia T-429 de 2002, M.P.: Juan Carlos Henao Pérez.

Corte Constitucional. Sentencia T-881 de 2002, M.P.: Eduardo Montealegre Lynett.

Corte Constitucional. Sentencia C-031 de 2003, M.P.: Manuel José Cepeda Espinosa.

Corte Constitucional. Sentencia C-150 de 2003, M.P.: Manuel José Cepeda Espinosa.

Corte Constitucional. Sentencia C-355 de 2003, M.P.: Marco Gerardo Monroy Cabra.

Corte Constitucional. Sentencia C-524 de 2003, M.P.: Jaime Córdoba Triviño.

Corte Constitucional. Sentencia C-571 de 2003, M.P.: Jaime Araújo Rentería.

Corte Constitucional. Sentencia C-870 de 2003, M.P.: Jaime Araújo Rentería.

Corte Constitucional. Sentencia T-520 de 2003, M.P.: Rodrigo Escobar Gil.

Corte Constitucional. Sentencia C-022 de 2004, M.P.: Alfredo Beltrán Sierra.

Corte Constitucional. Sentencia C-070 de 2004, M.P.: Clara Inés Vargas Hernández.

Corte Constitucional. Sentencia C-100 de 2005, M.P.: Álvaro Tafur Galvis.

Corte Constitucional. Sentencia C-422 de 2005, M.P.: Humberto Antonio Sierra Porto.

Corte Constitucional. Sentencia C-736 de 2007, M.P.: Marco Gerardo Monroy Cabra.

Corte Constitucional. Sentencia C-697 de 2008, M.P.: Jaime Córdoba Triviño.

Corte Constitucional. Sentencia C-133 de 2009, M.P.: Jaime Araújo Rentería.

Corte Constitucional. Sentencia C-352 de 2009, M.P.: Luis Ernesto Vargas Silva.

Corte Constitucional. Sentencia C-354 de 2009, M.P.: Gabriel Eduardo Mendoza Martelo.

Corte Constitucional. Sentencia C-486 de 2009, M.P.: María Victoria Calle Correa.

Corte Constitucional. Sentencia C-228 de 2010, M.P.: Luis Ernesto Vargas Silva.

Corte Constitucional. Sentencia C-432 de 2010, M.P.: Humberto Antonio Sierra Porto.

Corte Constitucional. Sentencia C-537 de 2010, M.P.: Juan Carlos Henao Pérez.

Corte Constitucional. Sentencia C-640 de 2010, M.P.: Mauricio González Cuervo.

Corte Constitucional. Sentencia C-819 de 2010, M.P.: Jorge Iván Palacio Palacio.

Corte Constitucional. Sentencia C-830 de 2010, M.P.: Luis Ernesto Vargas Silva.

Corte Constitucional. Sentencia C-186 de 2011, M.P.: Humberto Antonio Sierra Porto.

Corte Constitucional. Sentencia C-263 de 2011, M.P.: Jorge Ignacio Pretelt Chaljub.

Consejo de Estado, Sala de lo Contencioso Administrativo. Sentencia, 6 de junio de 1997, C.P.: Delio Gómez Leyva, rad. 76001-23-31-000-1997-08298-01.

Consejo de Estado, Sala de lo Contencioso Administrativo. Sentencia, 17 de septiembre de 1999, C.P.: Germán Ayala Mantilla, exp. 9404.

Consejo de Estado, Sala de lo Contencioso Administrativo. Sentencia, 7 de octubre de 1999, C.P.: Daniel Manrique Guzmán, exp. 9529.

Consejo de Estado, Sala de lo Contencioso Administrativo. Sentencia, 22 de enero de 2002, C.P.: Germán Ayala Mantilla, rad. P1014811001-03-15-000-2001-0148-01(PI).

Consejo de Estado, Sala de lo Contencioso Administrativo, Sección Cuarta. Sentencia, 24 de julio de 2003, C.P.: Ligia López Díaz, rad. 25000-23-24-000-1999-00481-01(13619).

Consejo de Estado, Sala de lo Contencioso Administrativo. Sentencia, 18 de septiembre de 2003, C.P.: Ligia López Díaz, rad. 13353.

Consejo de Estado Sala de lo Contencioso Administrativo, Sección Primera. Sentencia, 28 de enero de 2010, C.P.: María Claudia Rojas Lasso, rad. 25000-23-24-000-2001-00364-01.

Superintendencia Financiera de Colombia, Delegatura para Funciones Jurisdiccionales. Sentencia, 8 de enero de 2013, exp. 2012-0084.

CONCEPTOS Y RESOLUCIONES

Superintendencia Financiera de Colombia, Concepto 200085528-0 de 2000.

Superintendencia Financiera de Colombia, Concepto 2011075536-001 de 2011.

Superintendencia de Industria y Comercio, Concepto 00043577 de 2000.

Superintendencia de Industria y Comercio, Concepto 00086127 de 2000.

Superintendencia de Industria y Comercio, Concepto 01001016 de 2001.

Superintendencia de Industria y Comercio, Concepto 01079812 de 2001.

Superintendencia de Industria y Comercio, Concepto 01043402 de 2001.

Superintendencia de Industria y Comercio, Concepto 01064306 de 2001.

Superintendencia de Industria y Comercio, Concepto 02067622 de 2002.

Superintendencia de Industria y Comercio, Concepto 03018596 de 2003.

Superintendencia de Industria y Comercio, Concepto 11130722 de 2011.

Superintendencia de Industria y Comercio, Resolución 27263 de 1999.

Superintendencia de Industria y Comercio, Resolución 2217 de 2000.

Superintendencia de Industria y Comercio, Resolución 2219 de 2000.

Superintendencia de Industria y Comercio, Resolución 25559 de 2002.

Superintendencia de Industria y Comercio, Resolución 8328 de 2003.

Superintendencia de Industria y Comercio, Resolución 13820 de 2004.

Superintendencia de Industria y Comercio, Resolución 6839 de 2010.

Superintendencia de Industria y Comercio, Resolución 14749 de 2010.

Superintendencia de Industria y Comercio, Resolución 44649 de 2010.

Superintendencia de Industria y Comercio, Resolución 26255 de 2011.

Superintendencia de Industria y Comercio, Resolución 37790 de 2011.

Superintendencia de Industria y Comercio, Resolución 35696 de 2012.

Superintendencia de Sociedades, Oficio 220-15430 de 1998.

Superintendencia de Valores, Resolución 400 de 1995.

IV. ESTRUCTURACIÓN Y FINANCIACIÓN

JUAN FELIPE JIMÉNEZ TRUCCO*

La banca de inversión en el contexto de los mercados financieros en Colombia

Para entender el rol de los bancos de inversión en los mercados financieros es fundamental tener clara la diferencia entre bancos comerciales y bancos de inversión.

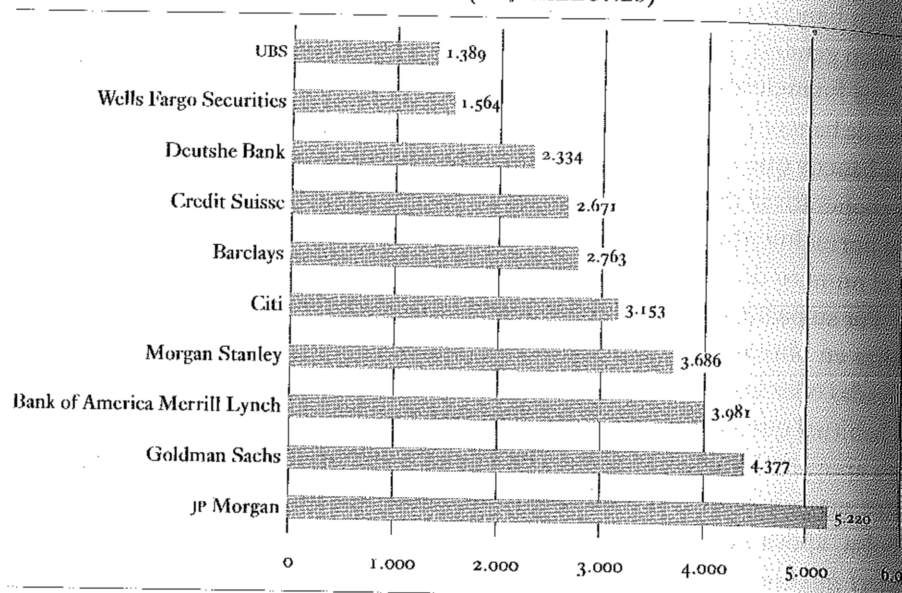
Un banco comercial es un banco cuyo negocio principal es tratar con el público general. Es decir, ofrece cuentas corrientes, da préstamos, tiene productos financieros como planes de pensiones y fondos de inversión, etc. Se trata de bancos cuyo negocio se encuentra en la comercialización de productos. Los bancos que operan *on line*, las compañías de financiamiento comercial y las cooperativas de crédito, entre otros, pertenecen a este tipo de bancos. Es lo que normalmente se conoce como un banco, y gran parte de su poder se basa en el número de oficinas que con que cuentan.

Por su parte, un banco de inversión es una entidad financiera que se especializa en obtener dinero u otros recursos financieros para que las empresas privadas o los gobiernos puedan realizar inversiones y llevar a cabo proyectos. Es habitual que la banca de inversión también ofrezca servicios de consultoría para apoyar a las organizaciones en la consecución de recursos financieros, y entre sus principales actividades comercia en los mercados, gestiona salidas a bolsa, apoya la emisión de bonos, organiza créditos sindicados, estructura *project finance* y gestiona fusiones y adquisiciones de grandes empresas. No tienen una gran red de sucursales sino unas pocas y sofisticadas oficinas que cuentan con el soporte de profesionales de alto nivel. Generalmente los países exigen licencias especiales para los bancos de inversión y no permiten que operen simultáneamente como bancos comerciales, es decir captando depósitos.

* Profesional en Finanzas y Relaciones Internacionales, MBA de la Universidad de los Andes, realizó cursos de microeconomía en el Harvard Business School. Ha trabajado en los sectores financiero, público y de servicios, en las áreas de tesorería, banca de inversión, crédito público y consultoría, en la Corporación Financiera Ganadera S.A., en el Banco de Occidente, en la Secretaría de Hacienda de Bogotá D.C. y en Arthur Andersen. Actualmente y desde el año 2003, es socio de la boutique de banca de inversión Dinámica Financiera SAS, firma con énfasis en manejo de riesgos financieros, financiamiento, valoración de pasivos contingentes y estructuración de proyectos. Catedrático de pregrado y posgrado de las universidades Externado de Colombia y del Rosario, desde 1998, en temas de banca de inversión, análisis financiero, administración financiera, *project finance*, matemáticas financieras, gerencia financiera y consecución de recursos de crédito.

Dada la importancia y sofisticación del mercado financiero norteamericano, en diciembre de 2016 los cinco bancos de inversión más grandes del mundo por nivel de ingresos eran de este país.

GRÁFICO 1. PRINCIPALES BANCOS DE INVERSIÓN POR NIVEL DE INGRESOS (US$ MILLONES)



Fuente: Statista[1].

Aunque la banca de inversión no cuenta con una legislación específica en Colombia, hay una alta gama de instituciones sometidas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia que tienen autorizado realizar, en desarrollo de su objeto social, actividades que han caracterizado tradicionalmente a la denominada banca de inversión, así:

a) Las corporaciones financieras, cuyo objeto fundamental es la movilización de recursos y la asignación de capital para promover la creación, reorganización, fusión, transformación y expansión de cualquier tipo de empresas (arts. 11 y 12 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, EOSF);

1 STATISTA, El portal de estadísticas, disponible en: https://es.statista.com/ (consultado el 10 de septiembre de 2017).

b) Las sociedades fiduciarias, las cuales, de acuerdo con el artículo 29, numeral 1, literal f EOSF, pueden prestar servicios de asesoría financiera, entendida como una simple consejería, sin que ello implique que les esté permitido celebrar otras operaciones que se identifican con la ejecución de la denominada banca de inversión, tales como otorgar financiación para proyectos e inyectar capital a las empresas, y

c) Las sociedades comisionistas de bolsa de valores, profesionales que en materia de banca de inversión tienen permitido ofrecer a sus clientes los servicios de administración de valores y asesoría en actividades relacionadas con el mercado de capitales (arts. 2.9.6.1.1, 2.9.6.1.2 y 2.9.8.1.1 y 2.9.8.1.2 del Decreto Único 2555 de 2010).

En Colombia operan firmas de banca de inversión nacionales e internacionales. Entre las nacionales e independientes de un grupo financiero sobresalen por su trayectoria y reconocimiento Inverlink, Estrategias Corporativas, Nexus, Sumatoria, Bonus y Structure. Por otra parte, de las bancarizadas o pertenecientes a un grupo financiero colombiano se destacan Banca de Inversión Bancolombia, Corficolombiana, HBI Helm y Davivienda Corredores. Como independientes internacionales se encuentran firmas como Lazard, GBS Nogal, AdCap Colombia y Landmark. Dentro de las internacionales que pertenecen a un grupo financiero internacional están JP Morgan Corporación Financiera, BNP Paribas Colombia Corporación Financiera, Credit Suisse, BTG Pactual, Credicorp, Corpbanca-Itaú, Bank of America, Goldman Sachs, Morgan Stanley y UBS.

Cabe resaltar que además de las entidades que de alguna manera realizan operaciones de banca de inversión y que por su naturaleza están supervisadas por la Superintendencia Financiera de Colombia (corporaciones financieras, sociedades fiduciarias y sociedades comisionistas de bolsa), dado que la asesoría o consultoría en materia financiera es una de las principales actividades de la banca de inversión, hay un sinnúmero de firmas y consultores financieros que adquieren el título de "boutiques de banca de inversión" y cuya actividad no está autorizada por la Superintendencia Financiera de Colombia.

El presente capítulo analiza las consecuencias de no disponer en Colombia de un marco legal claro para la regulación de la actividad de banca de inversión y de la presencia de actores con diferente naturaleza jurídica realizando esta función.

I. LA BANCA DE INVERSIÓN EN EL CONTEXTO DE LOS MERCADOS FINANCIEROS EN COLOMBIA

Para entender la confusión jurídica en lo que hace a la regulación de la actividad de banca de inversión en Colombia nos remitimos al Concepto 2011002436-001 de 28 de febrero de 2011, de la Superintendencia Financiera de Colombia:

> ... consulta acerca de los requisitos que debe cumplir para crear en Colombia una banca de inversión que se encargaría de "desarrollar actividades de asesoría de inversión tanto a nacionales como extranjeros y en ningún momento [...] captación de recursos".
>
> Al respecto, se precisa anotar que la expresión banca de inversión no corresponde a un tipo o especie de entidades vigiladas por esta Superintendencia sino que atiende a la descripción genérica de una actividad que puede definirse como una gestión de asesoría o consultoría en materia financiera[2], no relacionada con las operaciones de la banca comercial dedicada a la intermediación de recursos del público (captación o colocación).
>
> Así las cosas, entendida la banca de inversión como una actividad de estricta asesoría financiera, por sí misma no requiere para su desarrollo de autorización por parte de esta Superintendencia, circunstancia que hace posible que en el mercado

2 "[L]a banca de inversión es un instrumento que permite la solución de situaciones mediante estrategias no relacionadas con la banca comercial. En este orden de ideas, la banca de inversión tiene varias características:
"Ofrece una asesoría financiera que orienta a sus clientes para el logro de objetivos estratégicos.
"Es un canal a través del cual confluyen los proveedores y usuarios del capital.
"La banca de inversión procura soluciones a sus clientes utilizando el mecanismo conocido como 'ingeniería financiera', la cual contempla el diseño, desarrollo y puesta en práctica de instrumentos y procesos financieros novedosos a través de la formulación de soluciones creativas.
"[...] el banquero de inversión debe ofrecer a su cliente una adecuada orientación y debe presentar con claridad las ventajas y desventajas de una figura, para que la decisión sea realizada sobre una base objetiva y adecuada.
"[...] la banca de inversión exige el manejo de amplia información sobre aspectos financieros, económicos, tributarios, jurídicos, ambientales, entre otros, ya que cualquiera de estas variantes puede afectar negativamente la implementación de una solución financiera". DURÁN VINAZCO, RICARDO. *Project finance y emisión de títulos. Dos alternativas de financiación*, Bogotá, Universidad Santo Tomás, 2006, p. 90.

> colombiano operen diferentes sociedades comerciales o empresas, bien nacionales o extranjeras, dedicadas a la actividad de banca de inversión.
>
> De igual forma, se precisa anotar que conforme a lo ordenado en los artículos 7.1.1.1.3 y siguientes del citado Decreto Único, la asesoría de cualquier orden para la adquisición o enajenación de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores RNVE o de valores extranjeros listados en un sistema local de cotizaciones de valores extranjeros se considera operación de intermediación de valores y solamente podrá ser realizada por entidades sometidas a la inspección y vigilancia de esta Superintendencia, de conformidad con las funciones, actividades, deberes y obligaciones que le[s] competen a los diferentes intermediarios de valores en desarrollo de su respectivo objeto legal.
>
> Señalados los anteriores lineamientos es importante que en la creación de una firma de banca de inversión no sometida a la supervisión de esta Superintendencia, las personas interesadas deban cerciorarse [*sic*] [de] que las actividades orientadas a la "estructuración de toda la negociación" no involucren operaciones exclusivas de entidades sujetas a la supervisión de este Organismo de control.
>
> En caso contrario, su constitución se regirá por las normas consagradas en el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero para las entidades vigiladas (Decreto 663 de 1993), particularmente sus artículos 53 (aplicable a las sociedades comisionistas por remisión expresa del artículo 22 de la Ley 964 de 2005) y 80 numeral 1; en la Ley 510 de 1999 artículo 53 y en la Circular Básica Jurídica (Circular Externa 007 de 1996), Título Primero, Capítulo I; disposiciones que señalan en su orden: los requisitos y el procedimiento que se debe seguir para su constitución, los montos de capitales mínimos requeridos por cada tipo de institución vigilada y las condiciones requeridas para la organización de dichas instituciones.

A pesar de la falta de claridad jurídica sobre la actividad de la banca de inversión y la regulación a la que está sujeta, de los actores del mercado financiero que operan en el país son las corporaciones financieras quienes actualmente, con una mayor sujeción a las normas, manejan esta actividad. El nacimiento de las corporaciones financieras se dio por medio del Decreto 336 de 1957. El objetivo de su creación fue el establecimiento de instituciones crediticias que pudieran canalizar recursos internos y externos hacia la financiación del sector industrial, con operaciones a largo plazo, y que además sirviera para promover, crear, transformar y organizar empresas. Los empresarios se juntaron para fundar corporaciones; surgieron así la Colombiana –única que existe

en la actualidad–; la Nacional, en Medellín; la del Valle, en el Valle del Cauca; la del Norte, en Barranquilla, y la de Caldas, en Manizales. Poco a poco los empresarios de cada región, en compañía de entidades financieras y entidades del Estado, fueron creando corporaciones financieras a lo largo del territorio colombiano.

Acorde con su objeto social, en 1980 se expidieron los decretos 2461 y 3277, que redefinieron su objetivo y orientaron las actividades de las corporaciones financieras como banqueros de inversión. En 1987 se expidió el Decreto 2041, el cual amplió considerablemente su capacidad de realizar operaciones. Nuevamente en 1993, con el Decreto 663, actual EOSF, se amplía su radio de acción y se define a las corporaciones financieras como establecimientos de crédito cuyo objetivo fundamental es la movilización de recursos y asignación de capital para promover la creación, reorganización, fusión, transformación y expansión de cualquier tipo de empresas, como también participar en su capital y promover la participación de terceros, otorgarles financiación y ofrecerles servicios financieros especializados que contribuyan a su desarrollo. Cabe resaltar que a diferencia de los bancos y las compañías de financiamiento comercial, quienes tienen una orientación de financiamiento a corto plazo, las corporaciones financieras tenían una vocación de movilizar y asignar recursos financieros de mediano y largo plazo, con el propósito de incentivar la creación, reorganización, fusión, transformación y expansión de empresas manufactureras, agropecuarias, agroindustriales, mineras, hoteleras y parques industriales, así como participar con capital y promover la participación de terceros en estas empresas.

En la década 1960, las corporaciones financieras tuvieron una participación importante en el total de la cartera del sistema financiero y permitieron la ampliación de las posibilidades de crédito a la industria.

En la década de 1990 hubo diferentes reformas al sistema financiero, las cuales tuvieron repercusiones sobre las corporaciones financieras, así:

• Liberalización del sistema financiero y el esquema de banca múltiple[3]. A partir de esta reforma, la cartera colocada por parte de las corporaciones financieras a la industria fue disminuyendo. Mientras que en 1991 participaban con el 75% de la cartera del sector industrial, en 1993 esta participación cayó al 55% y luego en 1996 se situó en el 40%.

• En un intento por permitirles a la corporaciones financieras ampliar sus fuentes de financiamiento para garantizar su permanencia, mediante el Decreto 2423 de 1993 se modificó la razón social de dichas corporaciones, permitiéndoles captar recursos a la vista o mediante la expedición de CDAT y participar en la promoción y financiación de proyectos de inversión en los que intervenga la nación.

• La Ley 510 de 1999, presentada al Congreso a finales de 1997, reforzó los temas de regulación y supervisión, estableció normas claras para la entrada y salida de las entidades y determinó exigencias precisas para la consolidación y los riesgos que asume el sistema. Luego de esta última modificación ya no quedó ninguna operación activa especializada, excepto las de leasing y fiducia[4].

• La liberalización fue reforzada con la expedición de las normas que reglamentaron la apertura de capitales. La regulación cambiaria contenida en la Ley 9.ª de 1991 sustituyó el Decreto Ley 444 de 1967, y modificó radicalmente el régimen que venía rigiendo al establecer las bases de un mercado libre de divisas y la flexibilización de las operaciones cambiarias.

• Se expidieron normas de supervisión y control encaminadas a enfrentar la apertura de capitales y a controlar el efecto en los riesgos de la globalización, basadas en las recomendaciones de Basilea. Se emitieron resoluciones sobre calificación de crédito y cartera a finales de 1989, las que fueron reforzadas posteriormente. Entre 1989 y 1994 se estableció la forma de calcular el capital adecuado, y en este último año también se emitieron las normas sobre deudas y concentración de riesgos crediticios. Adicionalmente, la valoración a precios de mercado se estableció en 1995, y a principios de 1996 se expidió la norma sobre gestión de activos y pasivos, las cuales entraron en operatividad dos años

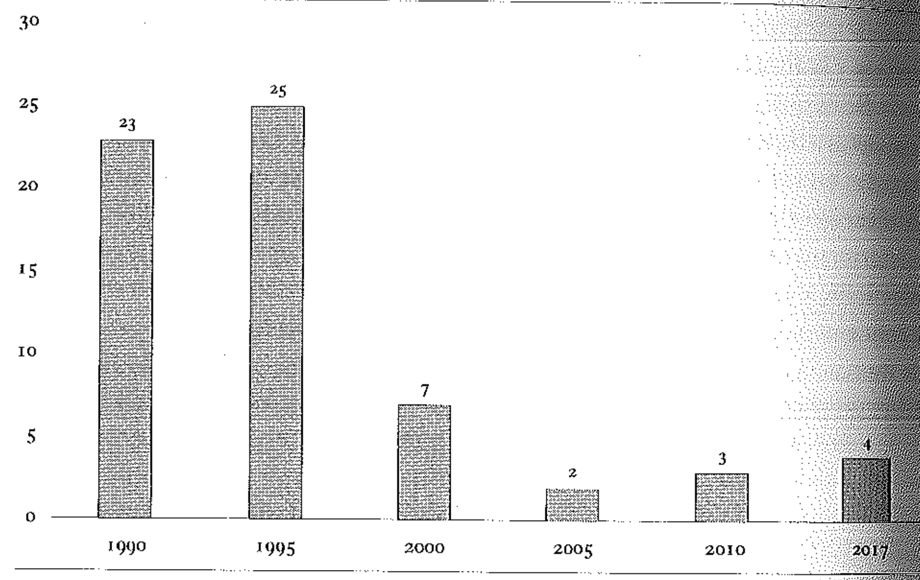
3 En términos financieros, una banca múltiple o universal es aquella institución financiera que, siguiendo los lineamientos fijados por la ley general de bancos, está autorizada para llevar a cabo todas aquellas operaciones realizadas por entidades financieras especializadas, por ejemplo, bancos comerciales, de inversión, hipotecarios, fondos de mercados monetarios, etc. El objetivo principal de este tipo de banca es prestar bajo una misma figura los servicios que de forma individual ofrecen otras instituciones financieras, además de aumentar la participación de las estrategias de inversión. En Colombia, mediante la Ley 45 de 1990 se liberaron los mercados y se dio la internacionalización de la economía, dando paso a la estructura de la multibanca dentro del modelo de matrices y filiales. Mediante esta se autorizó la participación de los establecimientos de crédito en la propiedad de entidades orientadas a la gestión de portafolios, actividades fiduciarias, la administración de pensiones y cesantías, y la venta de seguros y corretaje.

4 Arango Ospina, Miguel. *Evolución y crisis del sistema financiero colombiano*, CEPAL, Serie Estudios y Perspectivas, Santiago de Chile, Naciones Unidas, 2006, pp. 10-13.

después. Estos elementos generaron un alto impacto en la situación financiera de las corporaciones financieras, debido a que tuvieron que castigar importantes inversiones en las que habían participado como financiadores e incluso como accionistas y que al valorarlas a precios de mercado habían perdido gran parte de su valor. De otra parte, debido a la crisis económica que vivió el país entre 1998 y 1999, que claramente afectó a la industria nacional, algunos de los deudores de las corporaciones financieras o de las empresas en las cuales tenían participación accionaria incumplieron sus pagos.

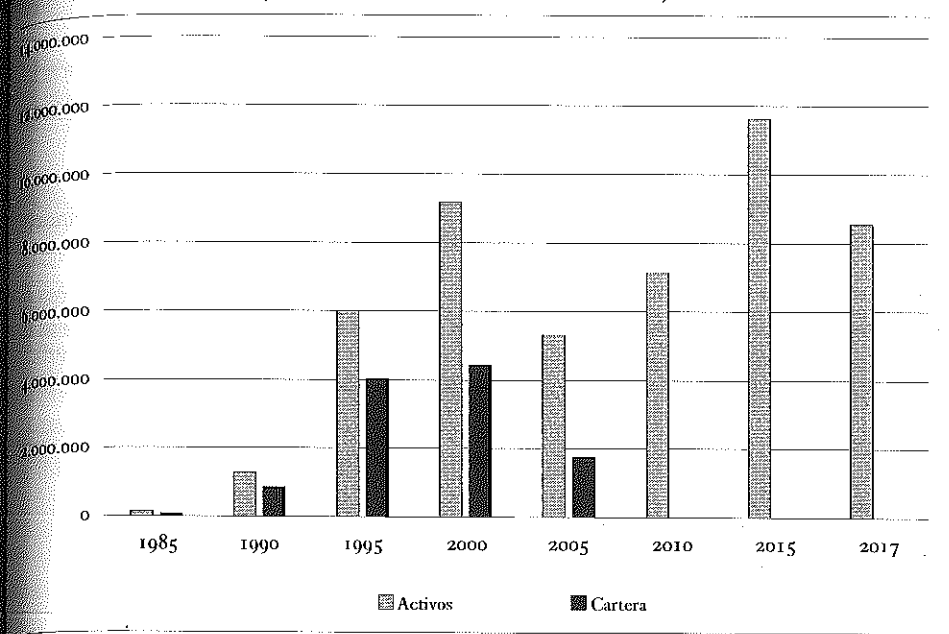
Como consecuencia de lo anterior, a mediados de los años noventa del siglo pasado llegó a haber 25 corporaciones financieras, pero estas fueron desapareciendo o fusionándose y actualmente solo existen cuatro: Corporación Financiera Colombiana S.A., Banca de Inversión Bancolombia S.A., JP Morgan Corporación Financiera S.A. y BNP Paribas Colombia Corporación Financiera S.A.

GRÁFICO 2. EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE CORPORACIONES FINANCIERAS EN COLOMBIA



Fuente: elaboración del autor, con base en recopilación estadística.

GRÁFICO 3. EVOLUCIÓN DE ACTIVOS Y CARTERA (MILLONES DE PESOS CORRIENTES)



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia y CEPAL[5].

Del gráfico 3 puede deducirse que desde hace más de 10 años las corporaciones financieras no colocan cartera y que su orientación actual es a la banca de inversión.

Como soporte jurídico de la actividad de banca de inversión que es llevada a cabo por las corporaciones financieras, el Decreto 663 de 1993 (EOSF) indica:

> ... tiene como función principal la formación de capital. Esta función la desarrolla mediante la prestación de una serie de servicios que tienden a optimizar el funcionamiento de los mercados de capitales y a agilizar la consecución de fondos para llevar a cabo proyectos empresariales [...]
>
> [...] se utiliza para describir la actividad, donde los bancos juegan el rol de intermediarios entre los inversionistas y los usuarios del capital, en lugar de intermediar la relación entre depositantes y prestatarios. También incluye actividades

5 Ibíd., pp. 50 y 71.

lucrativas como consejos financieros, uniones y compras, emisiones y manejos de fondos de inversión[6].

A pesar de la aparente claridad sobre la capacidad jurídica de las corporaciones financieras para llevar a cabo la labor de banca de inversión, es pertinente revisar el Concepto 2005028004-2 del 27 de junio de 2005:

> Síntesis: La legislación financiera colombiana no define la denominada banca de inversión ni determina qué entidades en forma específica podrían catalogarse como autorizadas para desarrollar la mencionada labor. Las corporaciones financieras están dotadas de instrumentos para realizar las funciones propias de la banca de inversión.
>
> [§ 008] "[...] solicita que, en el término de diez días contados a partir de la fecha de radicación del oficio, se allegue la lista de las personas naturales o jurídicas especializadas en la Banca de Inversión y Financiación de Proyectos".

Al respecto, proceden los siguientes comentarios:

> Sea lo primero aclarar que, de conformidad con lo establecido en el numeral 1 del artículo 325 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, la Superintendencia Bancaria es un organismo de carácter técnico adscrito al Ministerio de Hacienda y Crédito Público al que corresponde fundamentalmente supervisar de manera integral la actividad de las entidades sometidas a su control y vigilancia con el fin de velar por el cumplimiento de las normas que las regulan, asegurando la confianza en el sistema y que su operación se realice en condiciones de seguridad, transparencia y eficiencia.
>
> Así mismo, las entidades sometidas a su inspección, control y vigilancia se encuentran señaladas en el numeral 2 del artículo 325 en mención, dentro de las cuales no están las entidades dedicadas exclusivamente a la banca de inversión ni a la financiación de proyectos. En tal sentido, no le corresponde a esta agencia gubernamental supervisar la labor de las personas naturales o jurídicas dedicadas a tal actividad.

6 Decreto 663 de 1993, "Por medio del cual se actualiza el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero y se modifica su titulación y numeración".

> Aclarado lo anterior es importante manifestar que la legislación financiera colombiana no define la denominada banca de inversión ni determina qué entidades en forma específica podrían catalogarse como autorizadas para desarrollar la mencionada labor, teniendo en cuenta que a raíz de la reforma de 1990 se pasó de un sistema financiero especializado a otro de conglomerados mediante la modalidad de filiales; de ahí que su estructura se encuentre conformada por los establecimientos de crédito, las sociedades de servicios financieros, las entidades aseguradoras y de capitalización y los intermediarios de seguros, que en cada caso encaminan los recursos que administran hacia segmentos especiales, de acuerdo con las normas que regulan su objeto social y sus operaciones.

No obstante, se considera pertinente traer a colación algunas definiciones sobre el concepto de banca de inversión, con el fin de determinar cuáles de las entidades del sector financiero podrían realizar tal actividad:

> [...] la Banca de Inversión tiene como función principal la formación de capital. Esta función la desarrolla mediante la prestación de una serie de servicios que tienden a optimizar el funcionamiento de los mercado de capitales y a agilizar la consecución de fondos para llevar a cabo proyectos empresariales [...]
>
> La Banca de Inversión moderna ha ampliado su campo de acción mediante el desarrollo de operaciones en el área de finanzas corporativas y la exploración de nuevas alternativas de financiación. En este nuevo horizonte actúa como asesora de empresas en programas de reestructuración financiera; en procesos de fusión, adquisición o venta de empresas; en el impulso a las inversiones en capital de aventura [*venture capital*]; en transacciones financieras como los intercambios de deuda por capital [...]; en la financiación de proyectos; en los procesos de privatización de las empresas estatales, etc.

Por su parte, el concepto de banquero de inversión se enmarca como:

> [...] un experto en la innovación de opciones financieras que generalmente son utilizadas para financiar planes de expansión y proyectos de inversión de las empresas comerciales, productoras de bienes y servicios, y del sector público.
>
> [...]
>
> Usualmente brindan el servicio de finanzas corporativas, fusiones y adquisiciones, asesorías financieras y manejo de portafolio. En el área de finanzas corporativas,

se incluyen las actividades de consecución de recursos por medio de la emisión masiva de títulos [...]

En cuanto al manejo de portafolios la asesoría se refiere a la optimización de portafolios, asignaciones de riesgo, etcétera.

Finalmente, para la Superintendencia de Valores la actividad de banca de inversión es entendida como una labor de asesoría.

Ahora, revisado el marco de operaciones autorizadas para las entidades vigiladas se puede afirmar que las corporaciones financieras están dotadas de instrumentos para realizar las funciones propias de la banca de inversión, pues conforme al artículo 12 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero pueden realizar, entre otras, la promoción para la creación de las empresas indicadas en el artículo 11 ibidem así como su reorganización, fusión, transformación y expansión; prestar asesoría diferente a la vinculada a operaciones específicas de crédito o de capitalización celebradas por la respectiva corporación financiera con dichas empresas, tales como obtención de nuevas fuentes de financiación, reestructuración de pasivos, definición de la estructura adecuada de capital, preparar estudios de factibilidad y en general prestar servicios de consultoría.

A este respecto, la Circular Básica Jurídica de esta Superintendencia, en el Capítulo Segundo del Título Tercero ha señalado con respecto a las corporaciones financieras lo siguiente:

"De otra parte y obrando dentro del método de análisis histórico, resulta claro que la creación y posterior desarrollo de las corporaciones financieras no tuvo otro propósito que el de establecer dentro del sistema financiero una categoría de establecimientos destinada a suplir las deficiencias de la financiación industrial. Actualmente la facultad general de tomar parte en el capital, o de suscribir acciones de empresas y sociedades industriales, supone riesgos que sólo deben enfrentar entidades expertas, ampliamente dotadas de crédito para atraer al inversionista, constituyéndose en un factor de desarrollo del mercado de capitales, elemento indispensable para el crecimiento de las actividades productivas.

"En este sentido puede afirmarse que la Corporación Financiera es una entidad especializada que promueve condiciones técnicas y administrativas capaces de estimular la inversión de capitales, inclusive de capitales extranjeros para el desarrollo de la producción, propósito que se cumple en relación con actividades como las señaladas por el ordenamiento mercantil como comerciales".

En este orden de ideas, teniendo en cuenta las actividades que realizan las corporaciones financieras, se concluye entonces que este tipo de sociedades se enmarcan dentro de las denominadas entidades de banca de inversión.

De otro lado, de conformidad con lo señalado en el literal f) del artículo 296 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero las sociedades fiduciarias se encuentran capacitadas para prestar servicios de asesoría financiera, de lo cual podría concluirse, en principio, que les está autorizado desarrollar como parte de su objeto social una de las funciones atribuidas a la banca de inversión, sin que ello implique calificarlas como de tal naturaleza.

Lo anterior, por cuanto las facultades asignadas en la ley a las sociedades fiduciarias no les permiten cubrir toda la gama de operaciones que conlleva la banca de inversión, sino que está limitada a la asesoría financiera entendida como el suministro de opiniones fundamentadas con el fin de ilustrar al cliente respecto de las distintas alternativas con que cuenta y orientarlo en sus decisiones, como por ejemplo efectuar un estudio de factibilidad de un proyecto determinado, dar su concepto sobre la viabilidad financiera de un negocio específico dentro de un determinado nicho de mercado y realizar propuestas de reestructuración empresarial y liquidación de activos, entre otros.

Así pues, dicha asesoría debe ser entendida en estricto sentido, es decir, no puede ir más allá de la simple consejería, y no es posible que a través de esta figura se realicen operaciones que no están permitidas a las sociedades fiduciarias, tales como otorgar financiación para los proyectos e inyectar capital a las empresas, actividades que pueden ser realizadas por las denominadas sociedades de banca de inversión.

De todas formas, me permito anexar la relación de las corporaciones financieras vigiladas por este Ente gubernamental, las cuales, tal como se advirtió, son las únicas entidades del sector financiero que están catalogadas como de banca de inversión. (Resaltado fuera de texto).

En Colombia la banca de inversión ha jugado un papel fundamental en importantes transacciones en donde ha realizado funciones tales como: valoración, calificación de riesgo, diseño de instrumentos financieros, asesorías, colocación de instrumentos, finanzas corporativas y manejo de portafolios de inversión.

Algunos procesos de estos han sido fallidos y los banqueros de inversión responsables de los mismos no han recibido sanciones, entre otras cosas por la carencia de regulación.

A continuación se analiza el caso de la emisión de acciones en Colombia. La mayoría de acciones que se han listado en bolsa en los últimos años han tenido una desvalorización. Aunque esta situación no puede ser atribuida exclusivamente a deficiencias en la valoración del título en el momento de emisión, debido, entre otros, a que factores de movimiento de las economías o de los mercados afectan su precio, los banqueros de inversión encargados de esas valoraciones han de poner en contrapeso estos elementos y realizar proyecciones más realistas.

Cuando una empresa sale a bolsa o inicia una ampliación de capital, se valoran las acciones que sacará al mercado, dándoles un precio que será el resultado de dividir el volumen de capital que colocarán en el mercado entre el número de acciones que quieran delimitar.

Para determinar el precio de emisión, que no tiene por qué coincidir con el valor nominal (es el precio resultante de dividir el capital o valor en libros de una organización entre el número de acciones en ese momento), las empresas acuden a *bancos de inversión y agentes financieros especializados*, de tal forma que mediante mediciones financieras y de cuantificación otorgan un valor a las acciones o a la parte del capital (puede ser total o parcial el capital salido a bolsa) en función de la perspectiva económica y financiera, la valoración de activos, la rentabilidad del dividendo, la gestión de activos y pasivos y, en general, de la evolución que tendrá la empresa.

TABLA 1. EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE ALGUNAS ACCIONES LISTADAS EN LA BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA EN AÑOS RECIENTES

Acción	*Precio emisión*	*Negociación actual*	*Fecha emisión*	*TIR*
Davivienda	-16,129	33,260	8/6/2010	10.7%
Avianca-Taca	-5,000	2,990	28/03/2011	-7.6%
Nutresa	-20,900	27,100	7/15/2011	4.3%
Ecopetrol Segunda Emisión	-3,700	1,350	8/17/2011	-15.3%
Almacenes Éxito	-21,900	15,360	9/23/2011	-5.8%
EEB	-1,300	1,955	28/10/2011	7.2%
El Cóndor	-1,415	1,100	04/02/2012	-4.4%
Cemex Colombia	-12,250	11,740	11/15/2012	-0.9%
Grupo Aval	-1,300	1,320	1/9/2014	0.4%
Bancolombia	-24,200	34,300	2/28/2014	10.4%

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

De la tabla 1 puede inferirse lo siguiente:

- 5 de cada 10 acciones analizadas (es decir el 50%) han tenido un desempeño negativo en su valor desde el momento de la emisión.
- Gran parte de esas emisiones (8, equivalentes al 80%) se realizaron en un lapso de 2 años (entre agosto de 2010 y noviembre de 2012). Recientemente no se han presentado emisiones de acciones.
- El mal desempeño de las acciones recientemente listadas en la Bolsa de Valores de Colombia ha desincentivado la emisión de nuevas acciones.

Aunque valoraciones imprecisas en el momento de realizar una emisión de acciones no es la única razón por la cual a lo largo de los años las acciones pierden valor de mercado, es indudable que hay una relación importante entre una correcta valoración y un buen desempeño de las acciones.

A continuación se relacionan los pasos a seguir para realizar un proceso de valoración[7]:

1.º) Conocimiento de la empresa y su cultura organizativa

En esta etapa se realiza una primera aproximación a las realidades de la empresa a valorar. Se visitan sus instalaciones y se conoce su personal clave. También es importante conocer la opinión de personas que sin pertenecer directamente a ella, tengan relación con su actividad y sector donde se desenvuelve.

---

7 GARRIDO MARTOS, LUIS. Proceso de valoración de una empresa, 18 de diciembre de 2009, disponible en: http://es.viadeo.com/es/groups/detaildiscussion/?containerId=00227upy2tcghbaz&forumId=002taf19da2kdiu&action=messageDetail&messageId=0021165w5kyfm3ol (consultado el 12 de septiembre de 2017).

En palabras de Barnay y Calba, "el conocimiento de la empresa constituye un primer paso sin el cual toda evaluación puede quedar radicalmente falseada".

2.º) Conocimiento de los responsables y puestos directivos

Es generalmente aceptada –y valorada– la importancia de las personas que intervienen en la toma de decisiones empresariales al máximo nivel. Es importante conocer a estas personas y su vinculación con la empresa (socios, consejeros, asalariados, etc.). Para algunos autores, lo que hace ser una empresa pequeña o grande, débil o fuerte, son sus hombres y su equipo directivo. ¿Se podrá seguir contando con la colaboración de estos hombres después de la adquisición de la empresa?

3.º) Conocimiento del negocio y su entorno

Procediendo a recopilar toda la información necesaria para conocer y definir el negocio (o negocios) en que trabaja dicha empresa, así como las variables que le afectan como tal, será necesario estudiar la evolución histórica y la situación presente, con el fin de evaluar su salud financiera.

El sector en que la empresa esté situada y de la economía en general del país o países donde desarrolla su actividad, así como el conocimiento de clientes, proveedores y competencia, es fundamental para una valoración correcta.

4.º) Previsiones de futuro

En definitiva, todas estas etapas tienen como finalidad primordial el diseño de un modelo que sirva para predecir, de forma razonable, el futuro del negocio que se está valorando.

Si admitimos que el valor de una empresa en marcha es el valor presente de los beneficios futuros, es obvio que la importancia de esta etapa hace de ella el punto crítico de toda valoración. Por eso habrá que resaltar aquí la tarea del tasador como profesional que realiza un trabajo y emite una opinión (valor del negocio tasado), teniendo en cuenta la información disponible, pero que además, aporta sus conocimientos, experiencia y análisis lógico para cuantificar las variables que afectan y afectarán en el futuro a dicha empresa. (Resaltado fuera de texto).

De lo anterior podemos concluir que los banqueros de inversión en las valoraciones tienen una alta responsabilidad al analizar las diferentes variables que pueden afectar el futuro del negocio que están valorando. Aunque no tienen la "bola de cristal", deben ser conservadores en las proyecciones financieras y

analizar la sensibilidad de los negocios frente al comportamiento de la economía y el sector al cual pertenece la empresa que se está valorando.

Sin embargo, a pesar de las imprecisiones en las valoraciones por parte de los banqueros de inversión en el país, resulta curioso que el mercado siga confiando en el criterio de muchos de ellos. A su vez, dado el impacto que tienen esas valoraciones sobre las decisiones de inversión de la sociedad, las normas sobre esta actividad deberían ser claras y por lo menos hacerles seguimiento a las actuaciones de los banqueros de inversión. Cabe resaltar que las responsabilidades que se desprenden de una valoración son de medio y no de resultado, pero dado su impacto social debería haber por lo menos un seguimiento a estas.

Un buen ejemplo de normatividad encaminada a hacer frente a las actuaciones indebidas o irresponsables que puedan a afectar a los inversionistas y el mercado, y que permite hacer seguimiento a actores de los mercados financieros que estén realizando prácticas nocivas, es la Ley Dodd-Frank de 2010. A continuación se realiza un resumen de los principales elementos de dicha ley[8]:

La Ley Dodd-Frank de reforma financiera y de protección de los consumidores (que debe su nombre al congresista Frank y al senador Dodd) fue refrendada por el presidente Barack Obama el 11 de julio de 2010, fecha en la que entró en vigor. La Ley acomete una profundísima reforma financiera abarcando casi todos los aspectos de la industria de los servicios financieros como respuesta a la peor crisis financiera desde la Gran Depresión, con el objetivo de devolver a los inversores la confianza en la integridad del sistema financiero. Las reformas más sustanciales de la nueva regulación de valores –exceptuando las medidas sobre mercado hipotecario o las que afectan exclusivamente a legislación bancaria o de seguros– son las siguientes:

1) Refuerzo de la protección de los inversores: responsabilidad, consistencia y transparencia

La Ley Dodd-Frank crea una Agencia ("Consumer Financial Protection Agency") con la única responsabilidad de velar por la protección del inversor (en sustitución de las siete agencias federales que existen actualmente con responsabilidades parciales). Esta Agencia estará dotada de facultades para emitir normas escritas, para

8 Comisión Nacional del Mercado de Valores. *Boletín Internacional*, junio de 2017, disponible en: http://www.boletininternacionalcnmv.es/ficha.php?menu_id=&jera_id=&cont_id=90 (consultado el 12 de septiembre de 2017).

En palabras de Barnay y Calba, "el conocimiento de la empresa constituye un primer paso sin el cual toda evaluación puede quedar radicalmente falseada".

2.°) Conocimiento de los responsables y puestos directivos

Es generalmente aceptada –y valorada– la importancia de las personas que intervienen en la toma de decisiones empresariales al máximo nivel. Es importante conocer a estas personas y su vinculación con la empresa (socios, consejeros, asalariados, etc.). Para algunos autores, lo que hace ser una empresa pequeña o grande, débil o fuerte, son sus hombres y su equipo directivo. ¿Se podrá seguir contando con la colaboración de estos hombres después de la adquisición de la empresa?

3.°) Conocimiento del negocio y su entorno

Procediendo a recopilar toda la información necesaria para conocer y definir el negocio (o negocios) en que trabaja dicha empresa, así como las variables que le afectan como tal, será necesario estudiar la evolución histórica y la situación presente, con el fin de evaluar su salud financiera.

El sector en que la empresa esté situada y de la economía en general del país o países donde desarrolla su actividad, así como el conocimiento de clientes, proveedores y competencia, es fundamental para una valoración correcta.

4.°) Previsiones de futuro

En definitiva, todas estas etapas tienen como finalidad primordial el diseño de un modelo que sirva para predecir, de forma razonable, el futuro del negocio que se está valorando.

Si admitimos que el valor de una empresa en marcha es el valor presente de los beneficios futuros, es obvio que la importancia de esta etapa hace de ella el punto crítico de toda valoración. Por eso habrá que resaltar aquí la tarea del tasador como profesional que realiza un trabajo y emite una opinión (valor del negocio tasado), teniendo en cuenta la información disponible, pero que además, aporta sus conocimientos, experiencia y análisis lógico para cuantificar las variables que afectan y afectarán en el futuro a dicha empresa. (Resaltado fuera de texto).

De lo anterior podemos concluir que los banqueros de inversión en las valoraciones tienen una alta responsabilidad al analizar las diferentes variables que pueden afectar el futuro del negocio que están valorando. Aunque no tienen la "bola de cristal", deben ser conservadores en las proyeccciones financieras y

analizar la sensibilidad de los negocios frente al comportamiento de la economía y el sector al cual pertenece la empresa que se está valorando.

Sin embargo, a pesar de las imprecisiones en las valoraciones por parte de los banqueros de inversión en el país, resulta curioso que el mercado siga confiando en el criterio de muchos de ellos. A su vez, dado el impacto que tienen esas valoraciones sobre las decisiones de inversión de la sociedad, las normas sobre esta actividad deberían ser claras y por lo menos hacerles seguimiento a las actuaciones de los banqueros de inversión. Cabe resaltar que las responsabilidades que se desprenden de una valoración son de medio y no de resultado, pero dado su impacto social debería haber por lo menos un seguimiento a estas.

Un buen ejemplo de normatividad encaminada a hacer frente a las actuaciones indebidas o irresponsables que puedan a afectar a los inversionistas y el mercado, y que permite hacer seguimiento a actores de los mercados financieros que estén realizando prácticas nocivas, es la Ley Dodd-Frank de 2010. A continuación se realiza un resumen de los principales elementos de dicha ley[8]:

La Ley Dodd-Frank de reforma financiera y de protección de los consumidores (que debe su nombre al congresista Frank y al senador Dodd) fue refrendada por el presidente Barack Obama el 11 de julio de 2010, fecha en la que entró en vigor. La Ley acomete una profundísima reforma financiera abarcando casi todos los aspectos de la industria de los servicios financieros como respuesta a la peor crisis financiera desde la Gran Depresión, con el objetivo de devolver a los inversores la confianza en la integridad del sistema financiero. Las reformas más sustanciales de la nueva regulación de valores –exceptuando las medidas sobre mercado hipotecario o las que afectan exclusivamente a legislación bancaria o de seguros– son las siguientes:

1) Refuerzo de la protección de los inversores: responsabilidad, consistencia y transparencia

La Ley Dodd-Frank crea una Agencia ("Consumer Financial Protection Agency") con la única responsabilidad de velar por la protección del inversor (en sustitución de las siete agencias federales que existen actualmente con responsabilidades parciales). Esta Agencia estará dotada de facultades para emitir normas escritas, para

8 Comisión Nacional del Mercado de Valores. *Boletín Internacional*, junio de 2017, disponible en: http://www.boletininternacionalcnmv.es/ficha.php?menu_id=&jera_id=&cont_id=90 (consultado el 12 de septiembre de 2017).

hacer cumplir la legislación con amplia jurisdicción sobre distintos tipo productos y personas –incluyendo por primera vez compañías financieras no bancarias–, y para responder con rapidez cuando tengan lugar malas prácticas que induzcan a engaño a los inversores. La nueva Ley establece la utilización de un lenguaje claro y sencillo que facilite a los consumidores la información concisa necesaria para tomar decisiones financieras, y aboga por la estandarización creciente de productos sencillos para prevenir posibles discriminaciones y abusos.

La nueva legislación propone otros instrumentos para impulsar la protección de los inversores: un programa de incentivación de denuncias con recompensas –gestionado por la Securities Exchange Commission (SEC)– de hasta un 30% de los fondos recuperados; la creación del "Investment Advisory Committee", quien asesora a la SEC en sus prioridades regulatorias y sus prácticas; la creación de la "Office of Investor Advocate" en la SEC, que identifica áreas en las que los inversores tienen problemas significativos en sus relaciones con la SEC y les facilitan asistencia; y el establecimiento del defensor del cliente (Ombudsman), quien recibirá las reclamaciones de los clientes. La Ley también crea una línea gratuita para todo el territorio y un sitio web para reclamaciones de los consumidores sobre productos y servicios financieros.

2) Riesgo sistémico: fuerte supervisión y regulación de las firmas financieras

La Ley Dodd-Frank crea un Consejo de Supervisión de estabilidad financiera ("Financial Stability Oversight Council") con importantes responsabilidades: identificar y responder a riesgos emergentes en todo el sistema financiero, asesorar a la Reserva Federal en la identificación de entidades cuya quiebra podría suponer una amenaza para la estabilidad financiera (debido a la combinación de tamaño, nivel de endeudamiento e interconexión) y facilitar el intercambio de información y la coordinación. La regulación obligará a todas las firmas que suponen un riesgo para el sistema financiero a sujetarse a requerimientos de capital más fuertes y a otros estándares prudenciales que serán más elevados en el caso de firmas interconectadas. La reforma financiera requerirá, por primera vez, que los asesores de *hedge funds* (y otros fondos de activos) se registren en la SEC y estén sujetos a la obligación de facilitar información acerca de sus operaciones y carteras en cuanto ésta sea necesaria para evaluar el riesgo sistémico. La nueva Ley también crea la "Office of Financial Research" en el Tesoro, cuyo personal estará formado por expertos con conocimientos altamente sofisticados que apoyarán el trabajo del Consejo recopilando datos financieros y llevando a cabo análisis económicos.

3) Supervisión global de los mercados financieros: titulización, derivados y agencias de calificación crediticia

La nueva Ley tiene como objetivo que los mercados financieros sean lo suficientemente fuertes para soportar tanto problemas que afecten a todo el mercado así como la quiebra de una o más grandes entidades.

Mercado de titulización de activos. Las compañías que vendan activos titulizados (por ejemplo, hipotecas) deberán: retener un porcentaje del riesgo de crédito (a menos que las garantías subyacentes cumplan los estándares que permitan reducir dicho riesgo) y facilitar información acerca de los activos subyacentes y analizar sus cualidades. La SEC continuará sus esfuerzos para aumentar la estandarización y el nivel de información facilitada por los emisores.

Mercados de derivados. La SEC y la Commodity Futures Trade Commission (CFTC) tendrán autoridad para regular los derivados OTC, armonizar la regulación de los futuros, aumentar la supervisión de las actividades, determinar qué contratos deberán ser liquidados en una cámara central de contrapartida, aprobar con carácter previo los contratos que serán admitidos a liquidar en las cámaras, solicitar datos de las operaciones, difundir información a través de las cámaras o de las centrales de almacenamiento de datos en los swaps (para mejorar la transparencia y facilitar a los reguladores importantes herramientas para supervisar y responder a los riesgos) y, finalmente, imponer sanciones. Se redactará un código de conducta para negociadores y participantes en los mercados de swaps.

Agencias de Calificación Crediticia. La reforma crea la "Office of Credit Ratings" en la SEC con poder para multar a las agencias. La SEC deberá: en primer lugar, examinar las "Nationally Recognized Statistical Ratings Organizations" (NRSRO) una vez al año y hacer público un informe con las conclusiones de dicho examen; segundo, fortalecer sus medidas para intentar evitar conflictos de intereses (por ejemplo, informando a la SEC cuando un empleado de la NRSRO va a trabajar a una entidad que la NRSRO ha calificado en los doce meses previos o creando nuevos mecanismos para prevenir que los emisores puedan elegir la agencia que –piensen– les va a otorgar el *rating* más alto); y tercero, fortalecer la integridad del proceso de calificación (por ejemplo, la SEC requerirá de la NRSRO la difusión de sus metodologías, del uso de "*due diligences*" de terceras partes y de registros existentes de calificaciones). Los inversores podrán ejercitar acciones de responsabilidad frente a las agencias de calificación por fallos deliberados o negligentes en la realización de su actividad. La SEC, por su parte, podrá excluir del registro a una agencia que esté emitiendo calificaciones fallidas.

4) Otras herramientas para prevenir crisis financieras: no más "too-big-to-fail" y gobierno corporativo

El fin de "*too-big-to-fail*" (demasiado grande para caer): si una institución financiera de gran tamaño incumple sus obligaciones, los reguladores ordenarán su cierre y liquidación en forma segura y ordenada sin que se produzcan rescates a costa de los impuestos y sin llevar riesgo al resto del sistema financiero; para prevenir dicha situación, se establecerán requisitos más exigentes sobre el capital y nivel de endeudamiento. La llamada regla Volcker (restricciones en la negociación de acciones propias, en inversiones en *hedge funds* o instrumentos de *private equity* que no sean los más beneficiosos para los clientes) será asimismo aplicable a instituciones financieras no bancarias.

Gobierno corporativo: remuneración de directivos y más responsabilidad. La nueva legislación proporciona a los accionistas voz y voto (si bien no vinculante) sobre remuneración y blindaje de contratos de directivos. En las sociedades anónimas, si la remuneración estaba basada en estados financieros inexactos que no cumplen con los estándares financieros, las compañías establecerán mecanismos para la devolución de las remuneraciones. La SEC garantizará a los accionistas el acceso a través de un delegado a la designación de directores. Los estándares para cotizar en un mercado requerirán que los comités de remuneración incluyan solamente directores independientes y tengan autoridad para contratar consultores externos con el objeto de reforzar su independencia de los ejecutivos cuya remuneración están evaluando.

5) Aumento de los estándares regulatorios internacionales y mejora de la cooperación internacional

La Ley pretende reforzar el marco internacional, mejorar la supervisión global de los mercados financieros, aumentar la supervisión de firmas financieras internacionales, reformar la prevención de crisis y su gestión por las autoridades y procedimientos, aumentar el papel del FSB (Financial Stability Board), impulsar las normas de supervisión prudencial, incluir mejores prácticas remuneratorias, promover estándares más elevados en las áreas siguientes: normas prudenciales, impuestos, áreas de intercambio de información, contabilidad y supervisión de las agencias de calificación crediticia.

CONCLUSIONES

En Colombia la banca de inversión ha jugado un papel tímido en el desarrollo de los mercados financieros, contrario a lo que ocurre en los mercados desarrollados en donde los banqueros de inversión juegan un rol fundamental.

Las principales causas son:

- Falta de claridad en la regulación.
- Muchos actores participando, con reglas de juego diferentes.
- No hay sanciones tipificadas en la ley frente a actuaciones indebidas de los banqueros de inversión.
- La Superintendencia Financiera de Colombia no supervisa a la gran mayoría de los banqueros de inversión, y un alto porcentaje de estos actúan sin ningún tipo de reglas.

Las malas experiencias del pasado conducen a que menos actores deseen interactuar en los mercados financieros, lo que redunda en un estancamiento. Los banqueros de inversión deben apoyar ese proceso de retoma de confianza, pero el Estado debe acompañar ese proceso con mayor claridad, normas y supervisión.

REFERENCIAS

ARANGO OSPINA, MIGUEL. *Evolución y crisis del sistema financiero colombiano*, CEPAL, Serie Estudios y Perspectivas, Santiago de Chile, Naciones Unidas, 2006.

Comisión Nacional del Mercado de Valores. *Boletín Internacional*, junio de 2017, disponible en: http://www.boletininternacionalcnmv.es/ficha.php?menu_id=&jera_id=&cont_id=90 (revisado el 12 de septiembre de 2017).

Decreto 663 de 2 de abril de 1993, "Por medio del cual se actualiza el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero y se modifica su titulación y numeración".

DURÁN VINAZCO, RICARDO. *Project finance y emisión de títulos. Dos alternativas de Financiación*, Bogotá, Universidad Santo Tomás, 2006.

GARRIDO MARTOS, LUIS. *Proceso de valoración de una empresa*, 18 de diciembre de 2009, disponible en: http://es.viadeo.com/es/groups/detaildiscussion/?containerId=00

227upy2tcghbaz&forumId=002taf19da2kdiu&action=messageDetail&messageId=0021165w5kyfm3ol (consultado el 12 de septiembre de 2017).

STATISTA, El portal de estadísticas, disponible en: https://es.statista.com/ (consultado el 10 de septiembre 2017).

JORGE ALBERTO PADILLA SÁNCHEZ*

Regulación de los portales electrónicos de crowdfunding *en Colombia: aproximación desde el* common law

El *crowdfunding* ha adquirido una gran importancia a nivel internacional debido a su facilidad para lograr la obtención de capital para realizar proyectos que de otra manera serían imposibles. Al conectar empresas e inversionistas, la figura provee una solución a problemas emanados del recaudo de fondos, financiación institucional, ofertas públicas y conexiones preexistentes[1]; brinda al público una oportunidad de invertir que podría no tener en otros escenarios, y estimula la economía como motor de crecimiento económico[2]. En efecto, la Organización Internacional de Comisiones de Valores (International Organization of Securities Commissions, IOSCO) ha reconocido que el *crowdfunding* es un mecanismo de recaudo de fondos relativamente nuevo pero que ha venido desarrollándose a un ritmo exponencial, de ahí que se haya referido al *crowdfunding* como una "industria joven en rápido crecimiento" ("*an infant industry growing fast*")[3].

En este orden de ideas, debe mencionarse que el mecanismo despegó en el Reino Unido en el año 2006, en Estados Unidos en 2007 y en China en 2009[4]. Estos tres países comprenden aproximadamente el 96% del mercado de *crowdfunding*, de la siguiente manera: Estados Unidos con el 51%, China con el 28% y Reino Unido con el 17%, representando para 2013 una suma aproximada de US$6.4 billones[5] y para 2015, de US$34.4 billones. Es decir que entre 2013 y 2015 el *crowdfunding* tuvo un crecimiento de más del 500%, y se estima que para 2019 el tamaño de la industria aumente a US$70 billones[6].

---

* Abogado y especialista en Derecho Comercial de la Universidad Externado de Colombia. LL.M. en Regulación Financiera y Bursátil de Georgetown University Law Center (*Distinction & Dean's List Honoree*). Candidato a miembro del New York State Bar. Se ha desempeñado como docente investigador del Departamento de Derecho Civil de la Universidad Externado de Colombia. Autor de *Aproximación al tratamiento de las cláusulas de reducción de responsabilidad en el crédito sindicado*, así como de otras publicaciones en revistas especializadas. Abogado en la firma López Montealegre Asociados & Abogados.

1 Véase Bowman, Blair. "A Comparative Analysis of crowdfunding Regulation in the United States and Italy", 33 *Wisconsin International Law Journal* 318, Fall 2015, pp. 321-324.

2 Ibíd., pp. 931-932.

3 IOSCO. *Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast*, SWP3, 2014, p. 11, disponible en: https://www.iosco.org/research/pdf/swp/Crowd-funding-An-Infant-Industry-Growing-Fast.pdf

4 Ibíd., p. 12.

5 Ibíd., p. 14.

6 URF. *Documento de Consulta: Alternativas de regulación del crowdfunding*, 2016, p. 4, disponible en:

Por un lado, es preciso poner de presente que son los avances tecnológicos los que permiten que el *crowdfunding* sea viable como un método de financiación de proyectos productivos por un gran número de personas. En este contexto, la manera como los consumidores y las pequeñas y nuevas empresas han venido recaudando capital y fondos ha venido cambiando de manera drástica debido a los avances en la tecnología y la disponibilidad de información en tiempo real en el mundo.

En el siglo XXI, los mercados financieros han evolucionado a una velocidad increíble por medio del uso de la tecnología, razón por la cual se ha acuñado el término FinTech para hacer referencia a cualquier innovación tecnológica en el sector financiero, esto es, el uso de tecnología y programación de computadores para soportar y habilitar servicios financieros[7], incluyendo innovaciones en mecanismos de recaudo de dinero, educación financiera e incluso en cripto-monedas como el Bitcoin. Pues bien, el *crowdfunding* no es ajeno a esta tendencia.

El desarrollo del denominado FinTech ha atraído nuevos tipos de inversionistas y empresas que buscan recaudar capital a través de los mercados de valores. Así las cosas, las plataformas electrónicas (*e-platforms*), donde los inversionistas pueden acceder a una gran variedad de productos y servicios financieros, se han vuelto atractivas debido a su habilidad para combinar sistemas financieros y tecnológicos, junto con aplicaciones de negociación. Sin embargo, estas nuevas tecnologías no están exentas de todo riesgo. Por el contrario, exacerban los riesgos financieros tradicionales, lo cual hace necesario regular esta industria emergente para asegurar un balance entre la protección al inversionista y la formación de capital. Aunque este instrumento para el

http://www.urf.gov.co/urf/ShowProperty?nodeId=%2FOCS%2FP_MHCP_WCC-049581%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased

7 "*'Financial technology' or 'FinTech' refers to the use of technology to deliver financial solutions. The term's origin can be traced to the early 1990s and referred to the "Financial Services Technology Consortium", a project initiated by Citigroup to facilitate technological cooperation efforts. However, it is only since 2014 that the sector has attracted the focused attention of regulators, industry participants and consumers alike. The term now refers to a large and rapidly growing industry representing between US$12 billion and US$197 billion in investment as of 2014, depending on whether one considers start-ups (FinTech 3.0) only or the full spectrum of applications, including traditional financial institutions (FinTech 2.0). This rapid growth has attracted greater regulatory scrutiny, which is certainly warranted given the fundamental role FinTech plays in the functioning of finance and its infrastructure*". DOUGLAS, ARNER et al. *The Evolution of FinTech: A New Post-crisis Paradigm?*, University of Hong Kong Faculty of Law, 2015, p. 3.

recaudo de capital ofrece un nuevo y eficiente mecanismo de reunión de fondos, al mismo tiempo representa un distanciamiento de los mecanismos tradicionales, involucrando nuevos actores y partícipes, así como problemáticas con respecto a la regulación y operaciones sobre valores[8].

Por otro lado, es necesario indicar que los cambios regulatorios producto de la crisis financiera de 2008 han ocasionado una mutación en la naturaleza de los mercados, instituciones y servicios financieros. En mercados como el norteamericano, las pequeñas empresas se encontraban imposibilitadas para recaudar fondos luego de la crisis financiera de 2008, donde los mercados de capitales se encontraban congelados, las ofertas públicas de valores (*Initial Public Offering*, IPO) habían sufrido un declive y el cumplimiento u observancia de las regulaciones existentes resultaba en extremo costoso. En efecto, la crisis dejó un vacío en la financiación otorgada por los bancos, como consecuencia de la implementación de nuevos requisitos de adecuación de capital impuestos por Basilea III, que reducen la liquidez y habilidad de las entidades financieras para financiar pequeñas y medianas empresas. En Estados Unidos, los reguladores comenzaron a reconocer la importancia de internet como un medio para la formación de capital y decidieron regular la industria del *crowdfunding*, introduciendo cambios a las normas contenidas en su Ley de Valores, llamada "*Securities Act*", de 1933[9].

A nivel global, los reguladores han iniciado una labor encaminada a establecer las reglas de juego para el *crowdfunding*, lo cual ha desembocado en distintos modelos regulatorios, que incluyen, entre otras cosas, regulaciones específicas de la actividad, regulación a través de las normas generales o incluso su prohibición. Así, por ejemplo, en Estados Unidos, el título III del denominado *JOBS Act* (*Jumpstart Our Business Startup*), llamado *Crowdfunding Act* (*Capital Raising Online While Deterring Fraud and Unethical Non-Disclosure Act*) establece un conjunto de reglas que gobiernan las ofertas de *crowdfunding* bajo la sección 4(a)(6) del *Securities Act*, como una excepción al registro de la oferta bajo la sección 5[10]. Sin embargo, comoquiera que internet hace más

8 Véase HOPKINS, JAMIE y HOPKINS, KATIE. "Not all that Glitters is Gold – Limitations of Equity Crowdfunding Regulations", 16 *Duquesne Business Law Journal* 1, p. 3.

9 A lo largo del texto haremos referencia al término "*Act*", el cual resulta ser equiparable al concepto formal de "Ley".

10 "The JOBS Act piggybacks on the concept of groups of individuals pooling their money informally to provide a new, less regulated method for companies to raise capital. The crowdfunding exemption from [the prospectus delivery requirement of] s. 5 is found in s. 4(a)(6) of the Securities

difícil a los inversionistas analizar la legitimidad de las empresas que están recaudando fondos, y toda vez que la asimetría de información existente puede ser utilizada en su perjuicio[11], el *JOBS Act* tiene como finalidad la protección de los inversionistas, y al mismo tiempo impulsa la formación de capital. Toda vez que las pequeñas y desconocidas empresas tienen un alto riesgo de crédito y de fraude[12], los inversionistas ciertamente necesitan una regulación que los proteja. La regla 100(a)(3)[13] del *Securities Act* establece que los valores han de ser enajenados a través de intermediarios que cumplan con los requisitos previstos en la sección 4A(a)[14], esto es, deben estar registrados ante la Securities and Exchange Commission (SEC) (que es la autoridad equivalente a la Superintendencia Financiera de Colombia) como corredor (*broker dealer*) o como portal financiero (*funding portal*), entre otros requisitos.

Al regular a los intermediarios que participan en las operaciones de *crowdfunding* (como corredor o como portal financiero), el *Crowdfunding Act* protege a los inversionistas de los riesgos inherentes del esquema[15]. En efecto, estos

Act". CHOI, STEPHEN J. y PRITCHARD, A. C. "Securities Regulation. Cases and Analysis", 4.ª ed., Foundation Press, 2015, p. 605.

11 DARKE, SHEKHAR. "To be or not to be a Funding Portal: Why Crowdfunding Platforms will become Broker-Dealers", 10 *Hastings Business Law Journal* 183, Winter, 2014, p. 189.

12 La contingencia de pérdida de que los deudores no cumplan con sus obligaciones es tal vez uno de los riesgos clave en las transacciones financieras. En la Circular Externa 046 de 2011, que modifica a la Circular Básica Contable y Financiera, la Superintendencia Financiera de Colombia define riesgo de crédito como "la posibilidad de que una entidad incurra en pérdidas y se disminuya el valor de sus activos, como consecuencia de que un deudor o contraparte incumpla sus obligaciones" (cap. II Circular Externa 100 de 1995). En suma, el riesgo crediticio se traduce en la posibilidad de que una entidad financiera incurra en pérdidas como producto del incumplimiento del deudor.

13 "*Rule 100. Crowdfunding exemption and requirements. (a) Exemption. An issuer may offer to sell securities in reliance on section 4(a)(6) of the Securities Act of 1933 (the 'Securities Act'), provided that: [...] 3. The transaction is conducted through an intermediary that complies with the requirements in section 4A(a) of the Securities Act and the related requirements in this part, and the transaction is conducted exclusively through the intermediary's platform...*".

14 "*Section 4A(a). Requirements on Intermediaries. A person as an intermediary in a transaction involving the offer or sale of securities for the account of others pursuant to section 4(6) shall – 1. Register with the Commission as – A. a broker; or B. a funding portal (as defined in section 3(a)(80) of the Securities Act of 1934)...*".

15 "*Funding portals were added to the Crowdfund Act relatively late in the legislative process (late in March 2012) in reaction to concerns that fraud protections in the draft text were weak*". MACLEOD, *supra*, nota 1, p. 190.

intermediarios proveen una plataforma[16] para los inversionistas y los receptores de recursos, ofrece información y facilita la transferencia de fondos[17]. Los intermediarios actúan no solo como tales, sino también como guardianes del mercado, razón por la cual su regulación es un elemento esencial para el desarrollo del *crowdfunding*. En este contexto, el *JOBS Act* establece que los intermediarios deben cumplir con los requisitos de transparencia, publicidad y debida diligencia, incluyendo el suministro de material educativo para los inversionistas, y los mecanismos para reducir el riesgo de fraude. Adicionalmente, la regla 300(c)(2) del *Crowdfunding Act* señala que los portales financieros no pueden: (i) ofrecer asesoramiento o recomendaciones de inversión; (ii) promocionar los valores enajenados a través de sus plataformas; (iii) custodiar o administrar los fondos o los valores de los inversionistas, y (iv) remunerar a otras personas por la promoción o enajenación de los valores ofrecidos en sus plataformas.

En este sentido, y teniendo en cuenta que actualmente en Colombia la regulación del *crowdfunding* se encuentra en un estado incipiente, es un beneficio para sus reguladores tener la posibilidad de evaluar las experiencias que otros ordenamientos han tenido de la figura, en particular la norteamericana, cuya regulación se encuentra vertida en el *JOBS Act*, como una forma de proteger a los inversionistas y de promover la formación de capital. En efecto, "puesto que la inversión en un negocio a través de *crowdfunding* está sujeta a las normas del mercado público de valores en casi todos los países del mundo, los organismos reguladores han venido luchando por promulgar reglas para regular esta nueva área de inversión"[18]. El presente texto analiza las ventajas y desventajas para Colombia de adoptar una aproximación similar a la regulación de Estados Unidos de los intermediarios en el *crowdfunding*, en particular con respecto a los portales financieros. Se muestra en el texto que los reguladores colombianos deben adoptar una aproximación similar a la regulación de las

16 "*Rule 300(c)(4). Platform means a program or application accessible via the Internet or other similar electronic communication medium through which a registered broker or a registered funding portal acts as an intermediary in a transaction involving the offer or sale of securities in reliance on section 4(a)(6) of the Securities Act*".

17 BOWMAN, ob. cit., p. 321.

18 "*Because investment in a business through crowdfunding is subject to securities laws in almost every country in the world, regulatory bodies have been scrambling to promulgate rules to govern this new area of investment*". Ibíd., p. 319.

obligaciones de los portales financieros, pero que deberán al mismo tiempo apartarse de las estrictas restricciones impuestas por el *Crowdfunding Act* para poder, de esa manera, promover el desarrollo de este nuevo y emergente instrumento financiero.

En la primera parte se presentan los aspectos generales de la figura y se analizan su concepto, tipos, beneficios y riesgos. Una vez establecido este marco conceptual, la segunda parte se encarga de presentar las restricciones a las actividades de los portales financieros en Estados Unidos. La tercera parte del texto tiene como objeto el estado del arte de la regulación de *crowdfunding* en Colombia y la necesidad de regular este tipo de operación de inversión. Por último, la cuarta parte establece el valor que tiene la regulación del *Crowdfunding Act* para las propuestas de regulación del mecanismo en Colombia.

I. ASPECTOS GENERALES DEL *CROWDFUNDING*

Con el fin de plantear un marco conceptual sólido que permita tener un adecuado entendimiento del funcionamiento del *crowdfunding*, a continuación presentamos los aspectos generales de la figura.

I.I. CONCEPTO DE *CROWDFUNDING*

De manera preliminar es oportuno indicar que el término "*crowdfunding*" se suele utilizar para referirse a mecanismos de recaudo masivo de capital del público para nuevas empresas o proyectos, a través de una plataforma de internet o en línea[19]. Como se explicó anteriormente, el *crowdfunding* permite a nuevos proyectos o pymes (en adelante "receptores") acceder de manera rápida y efectiva, y con un costo de capital bajo, a grandes sumas de dinero provenientes de una gran cantidad de personas. Debe mencionarse que respecto del mecanismo objeto de estudio se han planteado una serie de definiciones con ciertos lineamientos en común. Sin embargo, el lector debe tener en cuenta que, comoquiera que se trata de una actividad emergente y en desarrollo, las definiciones propuestas y

19 "*Typically (and in its most common usage), the term 'crowdfunding' is used to describe the use of the Internet in raising funds from the crowd-soliciting and obtaining financial capital from the public masses, not merely institutional, professional, habitual, or other select backers. Crowdfunding may involve the offer and sale of securities, implicating federal and state securities laws*". MACLEOD HEMINWAY, JOAN. "The New Intermediary on the Block: Fundingportals Under the Crowdfunding Act", 13 U.C. *Davis Business Law Journal*, Spring 2013, p. 188.

por proponer tienden a ser arbitrariamente limitantes[20]. Así mismo, es preciso señalar que la expresión "*crowdfunding*" no tiene un significado homogéneo dentro de la literatura jurídica o las regulaciones a nivel global. Tampoco hay un tratamiento homogéneo sobre la figura.

Hamilton dice que es un término utilizado para describir "una nueva forma de recaudo de capital donde grupos de personas reúnen o acumulan dinero, típicamente comprehendido por pequeñas contribuciones individuales, para respaldar el esfuerzo de otros para lograr una función específica"[21]. Para Schwienbacher y Larralde el crowdfunding es "un llamado abierto, esencialmente a través de internet, para la provisión de recursos financieros, ya sea como forma de donación o a cambio de algún tipo de recompensa y/o derechos de voto, con el fin de apoyar iniciativas para propósitos específicos"[22]. Por su parte, Mollick presenta la siguiente definición: "El *crowdfunding* se refiere a los esfuerzos de individuos y grupos emprendedores –culturales, sociales y con ánimo de lucro– para financiar sus empresas al recibir relativamente pequeñas contribuciones de un relativamente gran número de individuos usando el internet, sin intermediarios financieros estándares"[23].

Por otro lado, la IOSCO se ha manifestado sobre la figura objeto de estudio de la siguiente manera: "*Crowdfunding* es un término genérico que describe el uso de pequeñas sumas de dinero, obtenidas de un gran número de individuos u organizaciones, para financiar un proyecto, un negocio o un crédito personal, y otras necesidades, a través de una plataforma en línea"[24]. En Colombia, la URF ha planteado la siguiente definición de la figura en su Documento de Consulta:

20 MOLLICK, ETHAN. "The dynamics of crowdfunding: An exploratory study", *Journal of Business Venturing* 29 (2014), Wharton School, p. 2.

21 Traducción libre. Version original: "*a new form of raising capital whereby groups of people pool money, typically comprised of tiny individual contributions, to support an effort by others to accomplish a specific function*". HAMILTON, JAMES. "Jumpstart Our Business Startups Act. Law Explanation and Analysis", Wolters Kluwer, 2012, p. 35.

22 Traducción libre. Versión original: "*an open call, essentially through the Internet, for the provision of financial resources either in form of donation or in exchange for some form of reward and/or voting rights in order to support initiatives for specific purposes*". SCHWIENBACHER, A. y LARRALDE, B. "Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures", *SSRN Electronic Journal*, 2010.

23 Traducción libre. Versión original: "*Crowdfunding refers to the efforts by entrepreneurial individuals and groups – cultural, social, and for-profit – to fund their ventures by drawing on relatively small contributions from a relatively large number of individuals using the internet, without standard financial intermediaries*". MOLLICK, ob. cit., p. 2.

24 Traducción libre. Versión original: "*Crowdfunding is an umbrella term describing the use of small amounts of money, obtained from a large number of individuals or organisations, to fund a project,*

> El término *crowdfunding* se refiere al uso de pequeñas cantidades de recursos de varios individuos para donar o financiar, usualmente sin colateral, proyectos, negocios o actividades personales, a través de una plataforma con conexión a internet. La plataforma se encarga principalmente de seleccionar y publicar los proyectos[24].

Las definiciones anteriores mantienen ciertos lineamientos comunes, si bien cada una resalta o hace énfasis en algunos aspectos o rasgos característicos del contrato, y unas son más completas que otras; así, ofrecen distintas aproximaciones que convergen en un conjunto de elementos característicos de la figura. De las anteriores definiciones es posible extraer una serie de elementos comunes que se plasman en la definición que a continuación se plantea, a saber: (i) es un mecanismo de recaudo de recursos financieros, (ii) a través de una plataforma de internet, (iii) provenientes de pequeñas contribuciones individuales de un gran número de personas, (iv) con el fin de financiar proyectos o empresas de distinta índole y (v) sin la necesidad de constitución de garantías.

En suma, y para los efectos del presente texto, el *crowdfunding* puede ser definido como un mecanismo de recaudo de recursos financieros, a través de una plataforma de internet, provenientes de pequeñas contribuciones individuales de un gran número de personas, con el fin de financiar proyectos o empresas de distinta índole y sin la necesidad de constitución de garantías.

1.2. TIPOS DE *CROWDFUNDING*

Luego de haber presentado una aproximación al concepto de *crowdfunding*, corresponde en este punto estudiar los distintos tipos de *crowdfunding*, esto con el fin de circunscribir el objeto del presente documento. La figura puede responder a cuatro tipos: (i) *crowdfunding* de donación (*social lending/donation crowdfunding*); (ii) *crowdfunding* de recompensa (*reward crowdfunding*); (iii) *crowdfunding* de préstamo (*peer-to-peer lending*), y (iv) *crowdfunding* de valores (*equity crowdfunding*). Los dos primeros se enmarcan dentro de la categoría de *crowdfunding* social (*community crowdfunding*), mientras que los dos últimos pertenecen al *crowdfunding* financiero (*financial return crowdfunding* o *fr crowdfunding*). De manera preliminar debe señalarse que en el presente texto nos ocuparemos del *crowdfunding* de valores, sin perjuicio de lo cual nos permitimos referirnos de manera general a cada uno de los tipos enunciados.

En primer lugar, debe indicarse que tanto el *crowdfunding* de donación como el *crowdfunding* de recompensa consisten en una forma de recaudar fondos para causas de caridad, que no ofrecen un retorno financiero a los inversionistas[26]. En el primero, el financiador, por motivación intrínseca y social, decide donar recursos al proyecto con el fin de obtener beneficios intangibles. En efecto, los financiadores o inversionistas realizan donaciones sin esperar a cambio una compensación monetaria, razón por la cual no asumen riesgo alguno en el proyecto[27]. En el segundo, el financiador o inversionista, con una combinación de una motivación social y un deseo de recompensa, decide hacer una "pre-compra" con el fin de obtener una recompensa material[28]. En este caso, los financiadores o inversionistas obtienen un obsequio por la pre-compra del producto o servicio.

Por otro lado, en el *crowdfunding* de préstamo y en el de valores los financiadores o inversionistas buscan obtener un retorno financiero. En el primero, los financiadores o inversionistas otorgan un préstamo con el fin de obtener el pago del capital más unos intereses en una fecha determinada[29]. En este caso, los financiadores o inversionistas obtienen un instrumento de deuda. En el

---

a business or personal loan, and other needs through an online web-based platform". IOSCO, ob. cit., p. 8.

25 URF, "Alternativas de regulación del crowdfunding", 2016, p. 3, disponible en: http://www.urf.gov.co/urf/ShowProperty?nodeId=%2FOCS%2FP_MHCP_WCC-049581%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased

26 "*Social lending/donation crowd-funding and reward crowd-funding are a way of fundraising for charitable causes, for example through angel investors, or pre-paying for a product from a business, for example NakedWines.com. Figure 1). The main difference between these forms of crowd-funding and the other two that are the subject of this report is that they do not provide any financial return in the form of a yield or return on investment. These two categories of crowd-funding can be collectively referred to as 'community crowd-funding' (see Figure 1). The main difference between these forms of crowd-funding and the other two that are subject of this report is that they do not provide any financial return in the form of a yield or return on investment*". IOSCO, ob. cit., p. 9.

27 COLLINS, LIAM y PIERRAKIS, YANIS. *The Venture Crowd: Crowdfunding Equity Investment into Business*, Nesta, 2012, p. 3.

28 *Crowdfunding's Potential for the Developing World*, 2013, infoDev, Finance and Private Sector Development Department, Washington, D.C., World Bank, p. 20.

29 "*Peer-to-peer lending can be defined as the use of an online platform that matches lenders/investors with borrowers/issuers in order to provide unsecured loans. This particular form of crowd-based financing makes up the bulk of the FR crowd-funding market considered here. The borrower can either be an individual or a business requiring a loan. It is characterised by the ability of lenders to provide money for small fragments of the overall loan required by a borrower; these are called 'loan parts' and can be as small as £10.6 These loan parts are then aggregated by the online platform and when*

segundo, los financiadores o inversionistas proveen financiación al proyecto a cambio de participación en el proyecto, a través de valores. En este último, los financiadores o inversionistas obtienen un valor o un acuerdo de distribución de utilidades[30].

En el presente texto nos referimos al *crowdfunding* de valores, razón por la cual corresponde profundizar acá sobre esta categoría. Se trata de un mecanismo de *crowdfunding* que involucra la oferta de valores por una empresa o proyecto privado, a través de una plataforma electrónica[31]. De esta manera, se evita acudir a una oferta pública de valores donde las empresas han de adherirse a grandes obligaciones de información, máxime cuando se está en presencia de empresas pequeñas que aún no se encuentran en un estado de madurez que permita acudir al mercado público de valores[32].

---

there is enough to cover the required loan, the loan is originated and paid to the borrower. The interest rate is set by the platform. The borrower then pays back the loan with interest". IOSCO, ob. cit., p. 9.

30 Ibíd., p. 20.

31 "*Equity crowd-funding is similar to peer-to-peer lending in terms of an online platform. Many individuals can invest in a business through the platform, gaining an equity stake. These businesses are usually early stage small start-ups with no access to other forms of funding via the public-at-large due to their small size and maturity. Once the online platform completes the equity raising, the crowd investors hold equity stakes in the firm and assume all the risks associated with investing in equity. However, being start-ups, these businesses are inherently much more risky as an investment, with market intelligence indicating that there is a 50% chance of a start-up folding in the first 5 years of existence. Additionally, initial shareholdings in a company can be diluted in value through further issuances. A further risk is absence of any credible secondary market makes such equity stakes illiquid. Equity crowd-funding is currently a small sector, often with many regulatory impediments preventing such small public equity raisings or strictly limiting the size of retail investments*". IOSCO. *Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast*, cit., p. 9.

32 "*The model permits anyone to acquire a share in privately held businesses, i.e. those that have yet to float on a stock exchange, by allowing a business to offer a certain proportion of its equity for a set amount of capital it is aiming to raise. Investors can then, through the platform, buy small parts of this equity stake. While some may define investment into public companies on stock markets as a form of crowdfunding, the definition used in this report differs from this form of investment in several ways. First, acquiring shares through a stock market is already an established practice where public companies are required to adhere to strict reporting standards. Private companies seeking crowdfunding do not have to adhere to these standards. Second, companies in the stock market are significantly larger and more developed than those seeking finance through equity crowdfunding platforms. And third, unlike stock market investing, crowdfunding platforms offer the opportunity for direct interaction with both the entrepreneurs and other likeminded investors interested in investing in the same company*". COLLINS y PIERRAKIS, ob. cit., p. 11.

1.3. BENEFICIOS Y RIESGOS DE LA OPERACIÓN

Luego de haber determinado el marco conceptual que servirá de base para el desarrollo del presente texto es preciso examinar los beneficios y riesgos de la operación, toda vez que una regulación adecuada y prudencial ha de tener en cuenta ambos factores para efectos de permitir que la figura obtenga un desarrollo cabal dentro del mercado financiero en Colombia.

1.3.1. BENEFICIOS

La figura ha resultado ser exitosa debido al conjunto de beneficios que otorga a las partes involucradas[33]. A continuación se describen los beneficios que el *crowdfunding* ofrece a (i) la economía, (ii) las pequeñas y medianas empresas (pymes)-receptores y (iii) los inversionistas o patrocinadores.

1.3.1.1. BENEFICIOS PARA LA ECONOMÍA

En primer lugar, con respecto a los beneficios que el mecanismo ofrece a la economía, debe indicarse que el *crowdfunding* promueve la competencia dentro de los mercados financieros, imponiendo a los demás participantes del mercado la necesidad de innovar y lograr la prestación de servicios financieros de manera más eficiente y menos costosa. En efecto, al brindar alternativas de financiación para las pequeñas y medianas empresas, obliga a la banca tradicional y al mercado público de valores a ofrecer financiación a menores costos y de manera más eficiente.

En el mismo sentido, el mecanismo ayuda a promover el crecimiento económico a través de la promoción y financiación de pequeñas y medianas empresas, lo cual tiene un impacto positivo dentro del sector real. Pues bien, el *crowdfunding* ofrece una alternativa de financiación para la inversión en proyectos tecnológicos que a largo plazo pueden impulsar la producción, a un costo relativamente bajo y de manera eficiente.

---

33 "*Many countries see the benefits of FR crowd-funding which is a form of market-based finance; primary among them is the ability to raise capital efficiently and effectively. An individual or organisation can raise the required capital they need, in most cases without giving up large parcels of equity interest. As a result, many jurisdictions have actively sought to encourage the development of these markets through various regulatory means*". IOSCO, ob. cit., p. 21.

Así las cosas, debe recordarse que la mayoría de pymes o proyectos interesados en recaudar fondos por esta vía lo hacen luego de haber fracasado en otras maneras de lograrlo[34]. En efecto, utilizan la figura como un mecanismo para llenar vacíos. El mecanismo permite llenar dicho vacío al ofrecer un mecanismo de financiación que no requiere de garantías ofrecido a las pymes, y que no se encuentra sujeto a los requisitos de capital bajo los estándares de Basilea III.

1.3.1.2. BENEFICIOS PARA LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS (PYMES). RECEPTORES

En segundo lugar, con respecto a los beneficios que el *crowdfunding* ofrece a las pequeñas y medianas empresas, es preciso indicar que brinda financiación a un menor costo respecto de la banca tradicional o el mercado público de valores[35]. El mecanismo permite a los interesados obtener financiación a un costo menor que el ofrecido por la banca tradicional o el mercado público de valores, ya que el *crowdfunding* tiene una "estructura de operación más liviana que la requerida en el negocio bancario tradicional, lo que reduce de forma importante los costos de operación"[36]. En efecto, comoquiera que las plataformas operan a través de internet, no es necesario para ellas tener una red de oficinas, lo cual les permite funcionar con menor capital humano[37].

34 "*In 'When firms are Potemkin villages: Entrepreneurs and formal organisation', Mollick and Kappuswamy (2014) find that 57.6% of fund-seekers, who used Kickstarter for crowdfunding, sought prior funding elsewhere from a sample of 158 projects. They also find that 52.5% of the projects used crowdfunding because they could not get funding*". GABISON, GARRY A. "JRC Science and Policy Report. Understanding crowdfunding and its regulations", *Comisión Europea*, 2015, p. 15.

35 "*In an era of low returns for investors and scarce capital for those who need it, crowd-funding provides a low cost alternative for channelling savings to the real economy, usually at lower rates than through traditional funding. Additionally, venture and seed capital requests are rarely subscribed to in the current economic environment. Crowd-funding alternatives provide an affordable and attainable option for raising capital*". IOSCO, ob. cit., p. 21.

36 URF, ob. cit., p. 9.

37 "*One benefit of all the different types of online platform is that, unlike banks, they have little need for a physical presence in a locale. This, coupled with the streamlined cost of using algorithms to determine the creditworthiness of applicants, allows for the platform to operate with a relatively low infrastructure cost. Hence, online platforms may be more cost efficient than traditional lenders who need a physical presence and manpower to operate effectively. Lower overhead reduces the cost of the loan for the borrower but also increases the return rate for investors as the administrative costs are lower*". IOSCO, ob. cit., p. 22.

Además, la figura ofrece un espacio para que personas que tienen un buen perfil de riesgo, pero no cuentan con la posibilidad de ofrecer garantías a los acreedores financieros, puedan acceder a fuentes de financiación. En efecto, otorga un espacio para que aquellas personas que no tienen historial crediticio o que no cuentan con garantías para ofrecer, puedan acceder a los mercados financieros. El mercado público de valores exige la presentación de información que dé cuenta de la trayectoria y solvencia del deudor y del proyecto, con el fin de atraer inversionistas, circunstancia que genera grandes dificultades para las pymes o *startups* que no tienen historial crediticio en el momento de financiar sus proyectos.

Adicionalmente, el *crowdfunding* sirve como escalón para acceder a otros tipos de recursos[38] y permite que el proyecto utilice los fondos recaudados de esa manera para obtener el resto de la financiación mediante mecanismos tradicionales.

1.3.1.3. BENEFICIOS PARA LOS INVERSIONISTAS

En tercer lugar, con respecto a los beneficios para los inversionistas o patrocinadores, el *crowdfunding* les permite diversificar sus portafolios, al ofrecer una gran multiplicidad de proyectos en los cuales pueden invertir su dinero. Así las cosas, el inversionista puede alcanzar niveles de rentabilidad iguales o incluso superiores a una alternativa donde su portafolio no esté diversificado, junto con un riesgo similar o menor, al evitar la concentración de la cartera a un solo activo.

38 "*However, funding need not be the only goal of a crowdfunding effort, even in an entrepreneurial context. As an example of other goals, crowdfunding has been used by founders to demonstrate demand for a proposed product, which can lead to funding from more traditional sources. A case of this use of crowdfunding can be found in the Pebble 'smart watch,' which was initially rejected for venture capital funding but was able to secure a large amount of VC funding after its Kickstarter campaign (Dingman, 2013). Conversely, a lack of demand makes it easy for founders to 'fail quickly' if they see little interest in a project, without the need to invest additional capital or effort.*
"*Crowdfunding has also been used formarketing purposes, creating interest in newprojects in the early stages of development. This has been especially important in industries where projects seek to create ecosystems of complimentary products. The crowdfunding success of Pebble and Ouya, a videogame console, led other developers to write applications for these products even before they were released, helping build competitive advantage even before the projects were released to the public. Press attention also potentially follows crowdfunding campaigns, which can be beneficial to founders. Thus, crowdfunding, like other forms of venture finance (Ferrary and Granovetter, 2009), offers a potential set of resources that go beyond capital which can be beneficial to founders*". MOLLICK, ob. cit., p. 3.

1.3.2. RIESGOS

Luego del análisis de los beneficios de la figura corresponde hacer una breve mención a los riesgos asociados a la operación. El regulador debe abogar por que se logre un balance entre la formación de capital y la protección al inversionista, y en general al sistema financiero, para lo cual es fundamental el cabal entendimiento de los riesgos que presenta.

Como ha sido indicado en el derecho comparado, "toda inversión involucra un riesgo"[39], lo cual lleva a considerar que toda actividad financiera, y en general toda actividad empresarial, lleva consigo un mayor o menor riesgo; la actividad financiera es una actividad de riesgo. El desprendimiento del dinero siempre implica la posibilidad de un daño que se traduce en su pérdida[40]. En materia financiera, el riesgo encuentra una multiplicidad de manifestaciones, lo que da pie para hablar de una serie de especies de riesgo, las cuales deben ser tenidas en cuenta por los candidatos a partes en el momento de evaluar los proyectos de negocios jurídicos planteados. A continuación se analizan los diferentes tipos de riesgo que deben ser tenidos en cuenta a la hora de establecer sistemas de regulación y al entablar relaciones jurídicas por medio de instrumentos contractuales como mecanismos de previsión.

1.3.2.1. RIESGO SISTÉMICO

El primero de los riesgos que conlleva el *crowdfunding*, así como cualquier producto o servicio financiero, es el denominado riesgo sistémico, consistente en el riesgo de un colapso generalizado de un sistema o de un mercado[41]. Esto se da cuando un actor principal inestable pone en riesgo el funcionamiento

39 "All investment involves risk". Reino Unido. Lord Nicholls, en *Royal Brunei Airlines v. Tan*, 1995. A.C. 378.

40 HUDSON, ALASTAIR. *The Law of Finance*, Sweet & Maxwell, London, 2013, p. 25.

41 "*Systemic risk was originally used to describe the risk of the substantial value loss of banks triggered by bank runs. The concept has evolved to connote the risk of the collapse of the market due to a breakdown of a certain part of the financial system. A basic characteristic of systemic risk is that the loss of a firm is substantial and the exposure may be spilled over other business. Therefore, through contagion or counterparty effect, the huge loss of one party can exacerbate the real economy and cause a catastrophic failure of the market*". CHEN, FANG et al. "Systemic Risk, Financial Crisis, and Credit Risk Insurance", *The Financial Review* 48, 2013, p. 420.

de todo el sistema como consecuencia de las interrelaciones entre todos los intermediarios[42].

Según la IOSCO, el *crowdfunding* no puede presentar un riesgo sistémico ya que el mercado es aún muy pequeño y solo representa una pequeña fracción de la economía real[43]. Sin embargo, como lo afirma dicha organización, se trata de una industria que duplica su tamaño cada año, lo que significa que en muy poco tiempo habrá alcanzado dimensiones tan considerables que el riesgo sistémico será una amenaza importante, razón por la cual ha de ser tenido en cuenta en el momento de regular su funcionamiento[44].

1.3.2.2. RIESGO DE LIQUIDEZ

En el *crowdfunding* el riesgo de liquidez hace referencia principalmente a la inhabilidad o dificultad que tiene un inversionista de obtener liquidez de una inversión una vez hace parte de ella[45]. En otros términos, este tipo de riesgo hace referencia a la inhabilidad del inversionista para vender su inversión inmediatamente o en un corto tiempo en un mercado, esto es, para liquidar su portafolio o inversión.

42 "*Systemic risk is the risk that if one sufficiently large market participant, or a few market participants, were to go into insolvency then that would have the effect of putting sufficient pressure on other market participants to whom the insolvent party owed money that those other market participants would similarly go into insolvency, with a further effect on yet more market participants with whom that second tier of insolvent entities had dealings*". HUDSON, ob. cit., p. 28.

43 "*As a proportion of the total credit originated by banks to the non-financial sector of the economy, the levels of crowd-funding are tiny, representing only 0.01% of the bank originated credit provided to the real economy (see Figure 6). As such, based on size, the industry poses little systemic concern so far*". IOSCO, ob. cit., p. 33.

44 "*This trend is replicated globally in many jurisdictions, with an estimated average year-on-year growth rate for the global industry as a whole standing at 89.6%. Figure 9 shows that there is strong growth in loan originations in relatively younger markets, demonstrating that the high growth rate is a characteristic of the peer-to-peer lending markets as a whole, and not just limited to the establishes markets. Based on this data, if the rapid growth rate continues the amount originated through peer-to-peer lending could potentially be around $70 billion in 5 years. This shows the potential for peer-to-peer lending to become quite a sizeable market in a short timeframe*". Ibíd., p. 35.

45 "*Liquidity in the peer-to-peer lending/equity crowd-funding is centred on the inability to liquidate an investment once it has been entered.*

"*Overall, the ability to gain access to money invested in a portfolio of loans is best described as difficult. In many cases, it requires an investor to find another investor to take over the loan portfolio. Where no secondary market exists, and a contract is established between borrower and lender, the contractual constraints tend to render the investment illiquid. In that case, the investor is locked-in until maturity*". Ibíd., p. 35.

El riesgo de liquidez se encuentra presente en la mayoría de mercados de portafolios. Sin embargo, depende de cada plataforma electrónica ofrecer opciones de liquidez a sus inversores. Es así como hay algunas plataformas, como Lending Club y Prosper, que ofrecen a sus inversionistas un mercado secundario con el fin de facilitar la liquidación total o parcial de su portafolio, mientras que otras plataformas compran ellas mismas el portafolio de sus inversionistas cuando estos requieren liquidez. En este contexto, se puede afirmar que hay diferentes formas de generar liquidez y de mitigar este tipo de riesgo. No obstante, es cada plataforma la que decide si ofrece el mencionado tipo de servicio, lo cual depende enteramente de su modelo de negocio, ya que bajo ninguna circunstancia estas se encuentran obligadas a prestarlo. En este punto es preciso recordar que los mercados secundarios serán pequeños o inexistentes, ya que los proyectos productivos usualmente no cumplen con requisitos de transparencia y de información.

Adicionalmente, la regulación en cada país podrá establecer limitaciones a las actividades de las plataformas en este sentido. En efecto, es del todo posible que, con el fin de evitar posibles conflictos de intereses, se prohíba a las plataformas adquirir las inversiones que sus miembros pretendan liquidar. Por último, es oportuno poner de presente que en el *crowdfunding* el problema de liquidez ha de ser tenido en cuenta por el regulador, ya que actualmente no existe un mercado secundario debido a la incapacidad de valorar las acciones de forma precisa, lo cual es un problema para los inversores que requieren liquidez o que no tienen suficiente confianza en el mercado.

1.3.2.3. RIESGO DE CRÉDITO O DE INCUMPLIMIENTO

La contingencia de pérdida de que los deudores no cumplan con sus obligaciones es tal vez uno de los riesgos clave en las transacciones financieras[46]. En este sentido, el riesgo crediticio se traduce en la posibilidad de que una entidad financiera incurra en pérdidas por efecto del incumplimiento del deudor[47]. El riesgo de crédito puede manifestarse de distintas maneras: por un lado, es

46 "*The risk that the other party to a transaction will fail to perform is one of the key risks in financial transactions*". Hudson, ob. cit., p. 29.

47 "*Por otro extremo, por lo que concierne al riesgo crediticio, por tal ha de entenderse la posibilidad de que un establecimiento de crédito incurra en pérdidas y se disminuya el valor de sus activos, como consecuencia de que un deudor o contraparte incumpla las obligaciones a su cargo nacidas de la celebración de operaciones activas de crédito*". Baena Cárdenas, Luis Gonzalo. *Lecciones de derecho mercantil*, 2.ª ed., Bogotá, Universidad Externado de Colombia, 2013, p. 497.

posible que el deudor incumpla sus obligaciones por entrar en un estado de insolvencia[48], que en el ordenamiento jurídico colombiano se expresa a través de la cesación de pagos, es decir, un estado patrimonial incapaz de satisfacer sus deudas. Por otro lado, puede ocurrir que el deudor sea solvente pero decida no cumplir con sus obligaciones. Así, por ejemplo, como mecanismo de reducción de riesgo de contraparte, tratándose de transacciones con derivados, donde cada parte es acreedor y deudor recíprocamente, es usual pactar que se realicen compensaciones hasta por las sumas debidas, todo con el fin de reducir el riesgo crediticio y facilitar el tráfico comercial[49].

En el caso del *crowdfunding*, comoquiera que se trata de una figura relativamente nueva, aún no hay estadísticas confiables sobre el incumplimiento de los proyectos productivos, ya que la mayoría de casos de financiación todavía no han alcanzado el plazo de vencimiento. Los estudios disponibles provienen de las más grandes y exitosas plataformas y no incluyen aquellas que han abandonado la industria[50].

Este riesgo puede mitigarse con la diversificación del portafolio del inversionista, ya que al repartir la inversión total en varios proyectos es más probable que si una parte incumple el costo de dicho incumplimiento pueda ser absorbido por los otros. Por otro lado, es posible mitigar el riesgo por medio de un fondo de seguro solidario (*pooled insurance fund*), el cual proporcionaría una compensación en caso de incumplimiento del deudor. Este fondo solidario podría ser creado en conjunto por todos los inversionistas, quienes otorgarían un porcentaje de su inversión o préstamo total a este fondo para tener la posibilidad de compensar el incumplimiento eventualmente generado[51].

48 "Tenemos entonces que la insolvencia es una situación patrimonial de hecho que imposibilita al deudor para cumplir con sus obligaciones, bien sea transitoria o permanentemente, pudiendo conducirlo a cesar en sus pagos (situación que activaría los mecanismos concursales de conservación o liquidación del patrimonio según el caso) o a temer llegar a hacerlo (situación que le permitiría al deudor solicitar la iniciación de un concurso)". Sotomonte Mujica, David Ricardo. *Insolvencia transfronteriza: evolución y estado de la materia*, Bogotá, Universidad Externado de Colombia, 2009, p. 27.

49 Hudson, ob. cit., p. 31.

50 IOSCO, ob. cit., p. 24.

51 "*The 'compensation' fund is created by borrowers who contribute a percentage of their overall loan to this fund. This then exposes the lender to the risk of the 'compensation' fund size rather than the risk of default. Additionally, it weakens incentives for the lender to conduct 'good' due diligence and investment management and may encourage them to take on more risk. A lender may choose to invest in riskier loans and avoid doing proper due diligence on potential investments, knowing that in the event of default their investment is underwritten by a compensation pool*". Ibíd., p. 25.

En este punto es relevante analizar la conducta del proyecto productivo y la manera como ha de utilizar los recursos recibidos a través del mecanismo. En efecto, existe una cierta inseguridad con respecto a la utilización de los recursos, ya que puede ocurrir que el proyecto esté vendiendo una idea que no sea suya o simplemente realice una desviación de recursos. Por un lado, debido a la poca regulación de estas plataformas y a la escasa diligencia de los inversionistas, el proyecto podría llegar a hacer uso de los recursos de una forma incorrecta, es decir que puede desviarlos a su antojo sin que en muchos casos los inversionistas se percaten de ello[52]. En este orden de ideas, es razonable considerar que, si bien el deudor no puede ofrecer garantías a los acreedores, sí debería ofrecer algún tipo de seguridad con respecto al destino y utilización de los recursos. Por otro lado, según crowdfunding.com las plataformas de *crowdfunding* no cuentan con una regulación de propiedad intelectual, lo que pone en riesgo tanto al creador del proyecto como a sus inversionistas, máxime cuando los inversionistas de un proyecto usualmente no tienen la información completa sobre el proyecto que van a financiar, lo cual aumenta de manera significativa el riesgo de incumplimiento.

1.3.2.4. RIESGO OPERATIVO

El riesgo operativo en *crowdfunding* hace referencia al riesgo de pérdida derivado de un inadecuado proceso interno o de sistemas[53], que en el caso del *crowdfunding* se traduce principalmente en los problemas técnicos que puedan presentar las plataformas electrónicas y que ocasionen que cierre temporal o permanentemente.

Por un lado, este riesgo se materializa en el cierre temporal o permanente de la plataforma, lo cual podría ocasionar la pérdida de cartera de los inversionistas, ya que la plataforma, que obra como intermediario, incumpliría sus deberes. Por ejemplo, en el año 2011 la plataforma Quackle tuvo un cierre repentino durante la noche, ocasionando la pérdida del total de las inversiones debido a que se perdió toda la información acerca de los préstamos realizados[54].

52 Véase: http://crowdfund.co/nine-risks-associated-with-crowdfunding/ (consutado el 17 de febrero de 2018).

53 "*Operational risk is defined as 'the risk of loss resulting from inadequate or failed internal processes, people and systems or from external events, and includes legal risk'*". McKnight, Andrew. *The Law of International Finance*, Oxford University Press, 2008, p. 84.

54 Véase Morre, E. y Moules, J. "Peer-to-peer loans company closes", *Financial Times*, 2011,

Para mitigar este riesgo operativo, estas plataformas deben estar constituidas de tal manera que tengan una cuenta separada por medio de la cual el dinero sea transferido del inversionista a cada proyecto de manera independiente. Así, en caso de que ocurra un cierre temporal o permanente de la plataforma, la cuenta puede ser asumida por otro administrador, permitiendo la continuidad de la operación. Adicionalmente, algunas plataformas han establecido un plan de resolución (*resolution and resolvability plan*) que describe todas las obligaciones contractuales y contiene el mapeo de todos los préstamos realizados por parte de los inversionistas. Dichas estrategias disminuyen considerablemente el impacto en caso de una falla operativa[55].

Por último, las plataformas se encuentran expuestas a un ciberataque. Teniendo en cuenta que las inversiones, préstamos y financiación se realizan por medio de plataformas de internet, existe un riesgo significativo relacionado con su seguridad. Un ciberataque a estas plataformas podría llegar a producir una sobrecarga en su infraestructura, una confusión de cuentas y hasta un robo de identidades.

1.3.2.5. RIESGO DE FRAUDE

El riesgo de fraude se encuentra presente en todas las operaciones financieras, y se materializa a través del robo de identidad, lavado de dinero, financiamiento del terrorismo y privacidad del consumidor[56]. En el caso del *crowdfunding*, por tratarse de una plataforma de internet, estos riesgos suelen aumentarse debido al anonimato que ofrece la red. Así mismo, es posible que los participantes de la operación utilicen la plataforma para realizar actividades de Phishing, en donde obtienen acceso, de manera fraudulenta, a los registros personales y financieros, como la información bancaria y de tarjeta de crédito de los patrocinadores o inversionistas.

1.3.2.6. RIESGOS ASOCIADOS AL INVERSIONISTA

Resta mencionar aquellos riesgos asociados a las condiciones particulares de los inversionistas en el marco de la operación de *crowdfunding*. El inversionista,

disponible en: http://www.ft.com/cms/s/0/2db417a6-20c1-11e1-816d-00144feabdc0.html#axzz1fstqp4xA

55 IOSCO, ob. cit., p. 26.

56 Ibíd.

al ser la parte débil de la relación contractual, se encuentra expuesto a muchos riesgos además de los nombrados anteriormente: su inexperiencia, asimetría en la información y falta de diligencia solo dificultan el proceso de inversión, además de poner en riesgo la confianza en la operación.

En las operaciones de *crowdfunding*, los inversionistas no cuentan con el nivel de información o conocimiento suficiente en el momento de invertir sus recursos, razón por la cual pueden sufrir pérdidas de dinero más grandes que los inversionistas profesionales[57]. Por un lado, la mayoría de los inversionistas son personas promedio, que no son expertos en la materia y pueden ser ignorantes acerca de las operaciones que se van a realizar. Así mismo, dado que las compañías que se ha de financiar son pequeñas y privadas, o probablemente ni siquiera están registradas, las cuentas auditadas de la empresa y los planes comerciales usualmente no están disponibles para los inversionistas. La única información disponible en la plataforma acerca de un nuevo proyecto suele ser la tasa de interés asignada por la misma al prestador o patrocinador.

En este contexto, se espera que el inversionista ejerza la debida diligencia antes de realizar la inversión; sin embargo, la mayor parte de la veces esto no ocurre. Una encuesta realizada por crowdfunding.com mostró que los patrocinadores no ejercen la diligencia debida por diferentes razones. Adicionalmente, existe un problema de *free-rider*, por cuanto todos piensan que otros han ejercido la debida diligencia y que por lo tanto es innecesario que ellos lo hagan, cuando en realidad nadie la ha hecho.

Estos riesgos del inversionista, asociados con su inexperiencia, la asimetría de la información y la ausencia de debida diligencia, pueden ser mitigados por medio de plantillas estandarizadas en las cuales las compañías deban proveer cierta información[58]. Así mismo, las plataformas han de cumplir con un deber de información para garantizar que el inversionista cuenta con toda la información relevante con respecto a la inversión, especialmente sobre los riesgos involucrados.

En suma, teniendo en cuenta todos los riesgos a los cuales está expuesto el inversionista, y en atención a que el *crowdfunding* está creciendo exponencialmente y cada vez más se prefiere a otras formas de financiación, es necesario que los reguladores tanto internacionales como nacionales adopten medidas encaminadas a regular de manera prudencial la figura, sin generar obstáculos innecesarios para su desarrollo. Con la adopción de reglas claras e información estandarizada, que brinden seguridad jurídica a los participantes y protejan al inversionista, se podrá aumentar su confianza e impulsar ulteriormente el crecimiento de la figura.

2. RESTRICCIONES A LAS ACTIVIDADES DE LOS PORTALES FINANCIEROS IMPUESTAS POR EL *CROWDFUNDING ACT*

Una vez estudiados los aspectos generales de la operación, y a efectos de realizar propuestas de regulación del *crowdfunding* en Colombia, consideramos apropiado analizar la manera como el sistema norteamericano, que representa el mercado mayoritario de la figura, la ha regulado. En este orden de ideas, para poder comprender a cabalidad la naturaleza, alcance e implicaciones de las restricciones impuestas por el *Crowdfunding Act* a los portales financieros, es menester explicar, en primer lugar, qué es un portal financiero y cuál es su rol dentro de la operación. Adicionalmente, se describirá el panorama de sus obligaciones con el fin de servir de contexto para la debida comprensión de sus restricciones.

2.1. ¿QUÉ ES UN PORTAL FINANCIERO?

Un Portal Financiero es un nuevo intermediario[59] introducido por el título III del *JOBS Act*. La regla 300(c)(2) del *Crowdfunding Act*[60] lo define de la siguiente manera:

57 "*This risk could be increased by the perceived credibility and safety of these industries through governments lending money through these sites, and the continued regulatory changes in order to allow the industries to grow through the use of exempt markets. This may be perceived as the rubber stamping of FR crowd-funding, which less experienced retail investors may see as a sign of the industry's safety, and not follow due diligence when they invest in this industry*". Ibíd., p. 27.

58 "*The risk posed by information asymmetry could be mitigated through the use of standardised templates, more transparency and hard information about the borrower, standardised accounting and disclosure of the intended use of the loan. In regards to equity crowd-funding information disclosure and transparency around finances of the issuer could aid the investor in making informed choices, as well as provide the issuer with investors who are knowledgeable about their business before investing*". Ibíd.

59 Véase CUNNINGHAM, WILLIAM MICHAEL. *The JOBS Act. Crowdfunding Guide to Small Businesses and Startups*, 2.ª ed., 2016, p. 143.

60 Igual definición es ofrecida por la sección 3(a)(80) del *Exchange Act* de 1934, la cual también establece que los portales financieros no podrán "*engage in such other activities as the Commission, by rule, determines appropriate*".

Portal Financiero significa un corredor que actúa como un intermediario en una transacción que involucra la oferta o venta de valores de conformidad con la sección 4(a)(6) del *Securities Act* que no:

i. Ofrezca asesoramiento o recomendaciones de inversión;

ii. Requiera compras, ventas u ofertas de compra de valores que se encuentren exhibidas en su plataforma;

iii. Compense a empleados, agentes u otras personas por dichos requerimientos o basados en la venta de valores exhibidos o referenciados en su plataforma, o

iv. Custodie, administre o posea fondos o valores de los inversionistas.

2.1.1. REGLA 300(C)(2) DEL *CROWDFUNDING ACT*[61]

Esta regla amerita dos comentarios. Primero, un portal financiero es un intermediario. La definición de intermediario en Estados Unidos se encuentra contenida en la regla 300(c)(3) que reza: "*Intermediario* significa un corredor registrado bajo la sección 15(b) del *Exchange Act* o un portal financiero registrado bajo la regla 400, e incluye, cuando sea relevante, una persona vinculada al corredor o portal financiero registrado"[62]. Sin embargo, esta definición no ofrece mayor orientación con respecto a la naturaleza del intermediario. Un intermediario es una persona que actúa como puente entre dos partes distintas. *Black's Law Dictionary* lo define como un "mediador o interfaz"[63]. En el contexto del *crowdfunding*, MacLeod sostiene que "el término está reservado para describir participantes dentro de una transacción que son externos al

61 "*Rule 300(c)(2). Funding portal means a broker acting as an intermediary in a transaction involving the offer or sale of securities in reliance on section 4(a)(6) of the Securities Act that does not:*
"*i. Offer investment advice or recommendations;*
"*ii. Solicit purchases, sales or offers to buy the securities displayed on its platform;*
"*iii. Compensate employees, agents or other persons for such solicitation or based on the sale of securities displayed or referenced on its platform; or*
"*iv. Hold, manage, possess, or otherwise handle investor funds or securities*".

62 Traducción libre. Versión original: "*Rule 300(c)(3). Intermediary means a broker registered under section 15(b) of the Exchange Act or a funding portal registered under Rule 400 and includes, where relevant, an associated person of the registered broker or registered funding portal*".

63 "*Mediator or go-between*", GARNER, BRYAN A., en *Black's Law Dictionary*, 5.ª ed. de bolsillo.

emisor y a los inversionistas, incluyendo contadores, asesores jurídicos, bancos de inversión (que actúan como asesores financieros, *underwriters*, analistas financieros y expertos de valoración), firmas valoradoras, agencias de clasificación, administradores de fondos de inversión colectiva y otros"[64]. En este caso, el portal financiero, como intermediario, actuará como mediador entre los inversionistas y el receptor en busca de capital.

Los intermediarios son comunes en las finanzas corporativas y en el mercado público de valores, en la medida en que en un mercado financiero impulsado por la tecnología solo unas pocas transacciones se llevan a cabo sin su presencia. En este sentido, la regulación de intermediarios es de extrema importancia debido a su habilidad para adicionar costos y beneficios a casi la totalidad de las transacciones.

Segundo, si el portal financiero realiza cualquiera de las actividades prohibidas que se encuentran descritas en la regla 300(c)(2) será requerido para que se registre ante la SEC como un corredor; y será responsable por operar como un corredor sin el registro correspondiente[65]. Como se ha dicho, los intermediarios del *crowdfunding* deben registrarse ante la SEC como corredores o como portales financieros. Debido a que el registro y el cumplimiento de normas como corredores es costoso y complicado, el registro como portal financiero es esencial para una regulación de *crowdfunding* que pretenda optimizar la formación de capital y, al mismo tiempo, la protección al inversionista: la mayoría de los portales financieros no cuentan con los recursos para soportar el registro y el cumplimiento de normas dirigidas a los corredores[66]. En este orden de ideas, las restricciones a los portales financieros resultan de

64 Traducción libre. Version original: "*the term is reserved for use in describing transaction participants external to the issuer and investors, including public accountants, legal counsel, investment banks (acting as financial advisors, securities underwriters, financial analysts and valuation experts), valuation firms, rating agencies, mutual fund managers, and others*". MACLEOD, ob. cit., p. 178.

65 Aunque la sección 4A(c) del *Securities Act* crea una acción privada para los inversionistas en contra de los emisores, no aborda la responsabilidad de los intermediarios. Para un análisis detallado sobre la responsabilidad de los intermediarios, véase C. STEVEN BRADFORD. "Shooting the Messenger: The liability of crowdfunding intermediaries for the fraud of others", *University of Cincinnati Law Review*, vol. 83, 2014, disponible en: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2460000

66 "*For example, Kickstarter, a prominent crowdfunding startup, earned just two million dollars of revenue in two years. The funding portal registration exemption will allow crowdfunding sites to register with the SEC as funding portals rather than broker-dealers, thus removing any obstacles that broker-dealer registration might create in the equity crowdfunding industry*". DARKE, ob. cit., p. 194.

extrema importancia, ya que el incumplimiento de sus deberes legales tendrá como resultado la necesidad de registrarse como corredores, lo que, como se ha establecido, involucra costos excesivos que estas empresas no están listas o dispuestas a asumir.

2.2. EL ROL DE LOS PORTALES FINANCIEROS

Luego de establecer qué es un portal financiero resulta necesario abordar sus roles como intermediarios dentro del *crowdfunding*. Primero, los intermediarios equilibran las asimetrías de información[67] existentes entre los inversionistas y el emisor de los valores[68]. Ellos brindan, analizan y confirman la información, lo cual sirve para enfrentar o balancear la asimetría de información en favor del inversionista[69], al entregar información confiable a los participantes del mercado[70]. Los portales financieros tienen la obligación de comunicar cierta información a los inversionistas: deben divulgar la información requerida por la SEC[71], material educativo para los inversionistas[72] y deben garantizar que

67 "*The risk posed by information asymmetry could be mitigated through the use of standardised templates, more transparency and hard information about the borrower, standardised accounting and disclosure of the intended use of the loan. In regards to equity crowd-funding information disclosure and transparency around finances of the issuer could aid the investor in making informed choices, as well as provide the issuer with investors who are knowledgeable about their business before investing*". IOSCO, ob. cit., p. 27.

68 MACLEOD, ob. cit., p. 183.

69 "*Comprised of a rapidly changing set of Internet business models, crowdfunding may be less transparent and more intangible to investors and regulators. Promoters of crowdfunding interests often are anonymous individuals and unknown entities. […] Moreover, the Internet may over-inform and, as a result, obfuscate or bury important information in connection with securities offerings. The Internet's capacity for encouraging suboptimal decision-making and the perceived higher probability of investor losses are real concerns*". HOFFMAN, SHELDEN RYAN y MACLEOD HEMINWAY, JOAN. "Proceed at your Peril: Crowdfunding and the Securities Act of 1933", 78 *Tennessee Law Review* 879, Summer 2011, pp. 933-934.

70 "*These intermediaries, like other types of intermediaries in securities transactions and markets, are often charged with serving an investor protection purpose: 'intermediary institutions play a key role in […] increasing investor welfare*'". MACLEOD, ob. cit., p. 184.

71 "*Rule 303(a). An intermediary in a transaction involving the offer or sale of securities in reliance on section 4(a)(6) of the Securities Act must make available to the Commission and to investors any information required to be provided by the issuer of the securities under Rules 201 and 203(a)*".

72 "*Rule 302(b). In connection with establishing an account for an investor, an intermediary must deliver educational materials to such investor that explain in plain language and are otherwise designed to communicate effectively and accurately*".

los inversionistas revisen dicho material educativo[73]. Adicionalmente, ellos analizan y confirman la información que les es proporcionada por los emisores de valores. La sección 4A(a)(5) establece que los intermediarios deben "tomar las medidas necesarias para reducir el riesgo de fraude con respecto a dichas transacciones, como ha sido establecido por la Comisión [la SEC], incluyendo la obtención de antecedentes y la historia de aplicación de regulación de valores de cada oficial, director o persona que posea más del 20% de la participación accionaria de cada emisor cuyos valores están siendo ofrecidos"[74]. Así las cosas, los portales financieros tienen la obligación de implementar medidas para reducir el riesgo de fraude[75] al certificar la información y antecedentes del emisor. En este punto debe ponerse de presente que bajo la regla 301, los portales financieros están obligados a: (i) tener una base razonable para creer que el emisor cumple con los requisitos de la sección 4A(b)[76]; (ii) tener una base razonable para creer que "el emisor ha establecido los medios para contar con un registro adecuado de los tenedores de valores que va a ofrecer y vender a través de la plataforma del intermediario"[77]; y, (iii) negar el acceso a su plataforma a un emisor si razonablemente considera que dicho emisor se encuentra sujeto a inhabilitación bajo la regla 503, o que la oferta es potencialmente fraudulenta o despierta preocupaciones con respecto a la protección de la inversión. Lo anterior ayuda a equilibrar la asimetría de información entre

73 La sección 4A(a)(4) establece que un intermediario debe "*ensure that each investor- A. reviews investor-education information, in accordance with standards established by the Commission, by rule*".

74 Traducción libre. Version original: "*Section 4A(a)(5). […] take such measures to reduce the risk of fraud with respect to such transactions, as established by the Commission, by rule, including obtaining a background and securities enforcement regulatory history check on each officer, director and person holding more than 20 percent of the outstanding equity of every issuer whose securities are offered by such person*".

75 "*The risk of fraud can be high in equity crowd-funding, due to a lack of available information about the investment. This is the case for both the investor and the issuer. As online services, both equity crowd-funding and peer-to-peer lending face a high risk of fraud due to their dependence on the internet. This raises concerns about investor protection, especially as retail investors may not know what information to ask for that would lessen the risk of fraud*". IOSCO, ob. cit., p. 26.

76 "*Section 4A(b). For purposes of section 4(6), an issuer who offers or sells securities shall – 1. File with the Commission and provide to investors and the relevant broker or funding portal […] 2. Not advertise the terms of the offering, except for notices which direct investors to the funding portal or broker; 3. Not compensate or commit to compensate, directly or indirectly, any person to promote its offerings through communication channels provided by a broker or funding portal*".

77 Traducción libre. Version original: "*the issuer has established means to keep accurate records of the holders of the securities it would offer and sell through the intemediary's platform*".

el emisor y los potenciales inversionistas, así como a proteger a estos de los riesgos de fraude. En suma, los portales financieros tienen una función informativa y de certificación.

Segundo, actúan como un canal de distribución de los valores que son enajenados a cambio de capital[78]. La regla 303(c) establece que "un intermediario debe brindar, en su propia plataforma, canales de comunicación a través de los cuales las personas se puedan comunicar entre ellas con los representantes del emisor sobre la oferta que se encuentra disponible en la plataforma del intermediario"[79]. Además, bajo la regla 303(e) se encuentran a cargo del mantenimiento y transmisión de fondos de los inversionistas al emisor, incluso cuando este proceso se hace por conducto de un tercero que custodia los fondos. De este modo, los portales financieros actúan como puentes para la transmisión de información y de recursos entre las partes interesadas.

Tercero, ayudan a abordar problemas de acción colectiva existentes en el proceso de delegar intereses y responsabilidades individuales en una sola entidad[80]. En efecto, puesto que cumplen con una función de certificación, ayudan a consolidar la información y a monitorear la operación, lo que, de otro modo, necesitaría ser realizado por cada uno de los inversionistas[81]. Esto promueve la eficiencia y reducción de costos de transacción en las actividades de recaudo de recursos.

Por último, actúan como intermediarios de reputación. Los inversionistas toman sus decisiones basados en la existencia de un portal financiero: ellos dependen de la debida diligencia y reputación del intermediario. La sección 4A(a)(3) del *Securities Act* establece que los intermediarios deberán "divulgar información, incluyendo aquella relacionada con los riesgos y otro material educativo para los inversionistas, como la Comisión [la SEC] lo determine apropiado"[82]. Así las cosas, el *Crowdfunding Act* los obliga a actuar con debida

78 MacLeod, ob. cit., p. 181.

79 Traducción libre. Version original: "*Rule 303(c). An intermediary must provide on its own platform communication channels by which persons can communicate with one another with representatives of the issuer about offering made available on the intermediary's platform*".

80 Choi, Stephen J. "A Framework for the Regulation of Securities Market Intermediaries", 1 *Berkeley Bus. L.J.* 45, 81, 2004, p. 47.

81 "*Crowdfund investors are free to perform their own due diligence on crowdfund issuers and offerings, but the Crowdfund Act requires fundingportals to perform that function on their behalf. Service providers are emerging to serve this important risk-reduction function*". MacLeod, ob. cit., p. 194.

82 Traducción libre. Version original: "*Section 4A(a)(3). [...] provide such disclosures, including*

diligencia y a consolidar la información relevante a la emisión de valores. En este contexto, como los inversionistas dependen de la debida diligencia y de la reputación de los portales financieros, terminan actuando como guardianes del mercado[83].

En este orden de ideas, e incluso cuando el *Crowdfunding Act* no impone de manera expresa deberes fiduciarios a los portales financieros, como guardianes del mercado que son, la SEC puede atribuirles deberes de lealtad y de diligencia bajo los principios del *common law* de la agencia[84]. Ellos ciertamente tienen un rol de protección al inversionista, pero su estatus como fiduciario no es pacífico.

Aunque el *Crowdfunding Act* impone un conjunto de deberes y obligaciones a los portales financieros, el tipo de intermediario que son y los roles que asumen también serán determinados por las restricciones impuesta en la regla 300(c)(2). En últimas, un portal financiero está autorizado para actuar como intermediario entre inversionistas y receptores, ayudándoles a encontrarse y a entrar en transacciones de valores.

2.3. RESTRICCIONES A LOS PORTALES FINANCIEROS

La definición legal de portal financiero y los requisitos previstos en el *JOBS Act* crean significativas cargas y restricciones a sus actividades, las cuales, como se discute a continuación, restringen su habilidad para desarrollar un negocio rentable. En esta parte del texto se analizan dichas restricciones, con el fin de determinar si representan una excesiva regulación que puede hacer que los interesados se abstengan de ser registrados como portales financieros.

disclosures related to risks and other investor education materials, as the Commission shall, by rule, determine appropriate".

83 "*They also are independent gatekeepers because they are certifying reputational intermediaries that are 'independent of the client, acting as a neutral umpire' rather than 'dependent on the client, charged with promoting the client's ends in a fiduciary or similar capacity*'". MacLeod, ob. cit., p. 195.

84 La agencia involucra una relación entre el mandante y el agente, donde el segundo actúa por cuenta del primero. En este sentido, el agente se convierte en un fiduciario del mandante, ya le es otorgado el poder de llevar a cabo una labor por su cuenta, lo cual implica el deber de colocar los intereses del mandante por encima de los suyos. Así, el agente tendrá un deber de revelación de información, debida diligencia, lealtad, integridad, honestigad y obediencia frente al mandante. Véase *Croisant v. Watrud*. 248 Ore. 234, 432 (1967).

2.3.1. OFRECIMIENTO DE ASESORÍA Y RECOMENDACIONES DE INVERSIÓN

Como se estableció previamente, la regla 300(c)(2) del *Crowdfunding Act* impone un conjunto de restricciones a las actividades de los portales financieros. La primera de estas restricciones consiste en la prohibición de brindar asesoría o recomendaciones de inversión. En este sentido, no pueden ofrecer sus opiniones sobre los proyectos de inversión que se encuentren en sus plataformas.

Sin embargo, es razonable considerar que los portales financieros deberían poder escoger el tipo de negocios y el tamaño de la oferta de los proyectos que publiquen en sus plataformas sin que ello sea entendido como una asesoría de inversión. Ahora bien, no es claro si la selección, o mejor aún el rechazo, de proyectos de sus plataformas ha de ser entendido como asesoría de inversión; si un descargo que indica que dicha selección no es asesoría de inversión es suficiente para cumplir con la norma; o si la manera como la información es presentada en la plataforma constituye asesoría de inversión[85]. Esto genera incertidumbre entre quienes participan en la operación, circunstancia que terminará creando obstáculos para cumplir con la regulación, dado que no sabrán si sus acciones se verán o no sujetas a responsabilidad.

2.3.2. VENTA DIRIGIDA: PROMOCIÓN A LOS INVERSIONISTAS PARA QUE ADQUIERAN VALORES ENAJENADOS A TRAVÉS DE SUS PLATAFORMAS

Adicionalmente, los portales financieros no pueden promocionar los valores que se encuentran enlistados en sus plataformas. Aunque el *Crowdfunding Act* no brinda una definición de "*solicitation*", la regla 502(2) del *Securities Act* establece que el concepto de "*general solicitation*" incluye: "(1) Cualquier tipo de publicidad, notificación u otra comunicación publicada en periódicos, revistas o medios similares, o transmisiones a través de radio y televisión, y (2) Cualquier seminario o reunión cuyos asistentes hayan sido invitados por cualquier mecanismo de venta dirigida o de publicidad"[86].

---

85 DARKE, ob. cit., p. 194.

86 Traducción libre. Versión original: "*Rule 502(c). (1) Any advertisement, article, notice or other communication published in any newspaper, magazine, or similar media or broadcast over television and radio; and (2) Any seminar or meeting whose attendees have been invited by any general solicitation or general advertising*".

Así las cosas, es razonable esperar que los portales financieros no puedan usar sus correos electrónicos o cualquier otro tipo de medios de comunicación para promover los valores ofrecidos en sus plataformas[87].

La regla se refuerza con la prohibición a los intermediarios de "compensar a cualquier persona por brindar al intermediario información de cada inversionista o potencial inversionista personalmente identificable en valores ofrecidos o vendidos de conformidad con la sección 4(a)(6) del *Securities Act*" (regla 305(a))[88]. Esta prohibición previene a los portales financieros de realizar actividades que puedan ser consideradas como promoción a través de otras partes. También elimina cualquier incentivo económico para terceras partes.

Sin embargo, la prohibición no incluye publicidad que verse sobre antiguos emisores, tipos de emisores en la plataforma o el valor de la financiación por recaudar a través de la plataforma[89]. Una aproximación finalística de la regla implica que la promoción que se encuentra prohibida debe ser en conexión con el valor que está siendo ofrecido a través de la plataforma. En este sentido, otro tipo de publicidad debería ser permitido para que los portales financieros puedan diferenciarse entre ellos y puedan, de este modo, atraer inversionistas. Esto también permite a los inversionistas tener suficiente información relevante en el momento de escoger un portal financiero. En este contexto, Darke señala que "[l]os portales financieros debe competir en la calidad de sus servicios y promover sus servicios de inversión a través de *crowdfunding* a inversionistas y potenciales emisores sin hacer énfasis en una particular oportunidad de inversión"[90]. Estos pueden brindar a los inversionistas el acceso a la información que se encuentra en la plataforma, pero no sobre una inversión específica, lo cual hace difícil para ellos atraer a inversionistas pasivos.

---

87 DARKE, ob. cit., p. 200.

88 Traducción libre. Versión original: "*Rule 502(a). Compensate any person from providing the intermediary with the personally identifiable information of any investor or potential investor in securities offered and sold in reliance on section 4(a)(6) of the Securities Act*".

89 POWERS, THOMAS V. "SEC regulation of crowdfunding intermediaries under Title III of the JOBS Act", 31 n.º 10 *Banking & Financial Services Policy Report*, octubre, 2012, p. 5.

90 Traducción libre. Versión original: "*Funding portals must compete on the quality of their services and promote their crowdfunding investment services to investors and potential crowdfunding issuers without emphasizing any particular investment opportunity*". DARKE, ob. cit., p. 194.

2.3.3. COMPENSACIÓN A EMPLEADOR POR ACTIVIDADES DE PROMOCIÓN O BASADAS EN LAS VENTAS DE VALORES QUE SE ENCUENTRAN EXHIBIDOS O REFERENCIADOS EN LA PLATAFORMA

Por otro lado, el *Crowdfunding Act* limita a los portales financieros al prohibirles "compensar a sus empleados, agentes u otras personas por dicha promoción o con base en la venta de valores que se encuentran exhibidos o referenciados en su plataforma" (regla 300(c)(2))[91]. Aunque dicho cuerpo normativo no hace referencia a comisiones que pueden cobrar por sus servicios, no podrán compensar a sus empleados o a terceras partes por el ofrecimiento de valores o con base en su venta. Sin embargo, si los empleados no son compensados por el valor de sus esfuerzos, es razonable esperar que no se encontrarán motivados para realizar a cabalidad su trabajo.

Esta prohibición obedece a la necesidad de evitar conflictos de interés dentro de los portales financieros. Está claro que sus ganancias dependen del tamaño y el número de transacciones realizadas a través de sus plataformas, lo cual implica que la compensación de sus empleados por las ventas de los valores los inducirá a reportar únicamente determinada información al mercado, afectando a los inversionistas. En efecto, estarán motivados a reportar únicamente la información que tenga un impacto positivo en sus ingresos. En este sentido, la prohibición restringe conductas fraudulentas de parte de los empleados de los portales financieros al eliminar los conflictos de interés.

2.3.4. CUSTODIA Y ADMINISTRACIÓN DE RECURSOS O VALORES DE INVERSIONISTAS

Por último, los portales financieros no pueden poseer, administrar o custodiar los recursos o valores de los inversionistas. En este sentido, no pueden aceptar recursos de los inversionistas, o custodiar los valores que se ofrecen a través de sus plataformas. La sección 4A(a)(6) del *Securities Act* establece que los portales financieros están obligados a "garantizar que todos los ingresos provenientes de las ofertas solo serán proporcionados al emisor cuando el capital agregado recaudado de todos los inversionistas sea igual o mayor a la suma de la oferta apuntada, y permita a los inversionistas cancelar sus compromisos a invertir, tal y como la Comisión [la SEC] determine que es apropiado"[92]. En este sentido, y comoquiera que no pueden administrar recursos o valores, los portales financieros deben "dirigir a los inversionistas a transmitir el dinero o cualquier otra prestación directamente a un tercero cualificado que ha acordado por escrito a custodiar los recursos por el beneficio de, y de inmediato transmitir o devolver los recursos a, las personas facultadas para ello de acuerdo con el parágrafo (e)(3) de esta sección" (regla 303(e)(2))[93].

Adicionalmente, e incluso cuando los portales financieros no están autorizados para administrar recursos o valores, están obligados a confirmar el finiquito de cada transacción al inversionista (regla 303(f)). Puede argumentarse que la introducción de un tercero en la operación para que custodie y administre los recursos y valores puede ser desafortunado, ya que incrementa los costos de transacción y hace que la operación sea más compleja. Sin embargo, debe reconocerse que su introducción sí brinda una protección razonable a los inversionistas.

3. PROPUESTAS EXISTENTES PARA REGULAR LOS PORTALES FINANCIEROS EN COLOMBIA

El rápido crecimiento de la actividad de *crowdfunding* ha creado un conjunto de desafíos para los reguladores en el mundo, ante la necesidad de crear el marco apropiado para incentivar un desarrollo estable de este nuevo mecanismo de recaudo de capital. La IOSCO ha identificado distintas aproximaciones a la regulación del *crowdfunding*, que van desde la aplicación de las normas generales sobre valores hasta la creación de específicos cuerpos normativos[94].

---

91 Traducción libre. Versión original: "*Rule 300(c)(2). [...] compensate employees, agents, or other persons for such solicitation or based on the sale of securities displayed or referenced on its platform*".

92 Traducción libre. Versión original: "*Section 4A(a)(6) of the Securities Act. [...] ensure that all offering proceeds are only provided to the issuer when the aggregate capital raised from all investors is equal to or greater than a target offering amount, and allow all investors to cancel their commitments to invest, as the Commission shall, by rule, determine appropriate*".

93 Traducción libre. Versión original: "*Rule 303(e)(2). Direct investors to transmit the money or other consideration directly to a qualified third party that has agreed in writing to hold the funds for the benefit of, and promptly transmit or return the funds to, the persons entitled thereto in accordance with paragraph (e)(3) of this section*".

94 "*Jurisdictions use a variety of approaches to regulate CF [crowdfunding]. Among other things, some jurisdictions apply their general securities regulatory framework which often allows the use of certain built-in flexibilities, while others have either introduced (or have proposed to introduce) ad hoc regulatory CF regimes. While these measures are quite diverse and tailored to specific regulatory and*

Sin embargo, por muy distintas que sean estas aproximaciones, todas tienen algo en común: apuntan a la protección del inversionista y la formación del capital. Así mismo, debe ponerse de presente que nos encontramos frente a una tendencia global que favorece la adopción de regulaciones específicas y detalladas para el *crowdfunding*[95].

En Colombia actualmente operan ciertas plataformas de *crowdfunding* de donación, como por ejemplo Filmantropo, una plataforma que se concentra en el sector cinemático y audiovisual; Publicart.me, que también se centra en proyectos audiovisuales; Help, una plataforma que busca recaudar recursos para financiar las matrículas de los estudiantes colombianos; Idbooster; Sumame; y Little Big Money, entre otros[96]. Además, en el año 2014, la página web www.crowdfundingalacolombiana.com.co fue creada para ofrecer información con respecto a las plataformas de *crowdfunding* de donación en Colombia.

Sin embargo, el país no cuenta con una regulación específica para dicha operación como una actividad financiera. Su importancia ha hecho que los reguladores colombianos estén conscientes de la necesidad de regularla para poder proteger a los inversionistas y promover la formación de capital en el país, especialmente porque en la actualidad se encuentran operando en un área gris de la ley. Esta parte del texto analiza el estado del arte del *crowdfunding* en Colombia y pone de presente las distintas propuestas de regulación que han sido formuladas.

3.1. LA REGULACIÓN EXISTENTE (O INEXISTENTE)

De acuerdo con el artículo 335 de la Constitución Política de Colombia, las actividades financieras, incluyendo aquellas que involucran la administración, uso e inversión de recursos obtenidos del público, solo pueden ser ejercidas con

market concerns, they do present some high level similarities [...]. One major commonality is the objective of achieving a balance between risks/investor protection related concerns and the positive role securities markets can play in supporting economic recovery and growth through the promotion of CF. It is clear, however, that the particular way this balance is shaped varies from one jurisdiction to another". IOSCO. *Crowdfunding 2015 Survey Responses Report*, FR29/2015, December 2015, p. 28, disponible en: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD520.pdf

95 El estudio muestra que entre 22 países examinados por la IOSCO en 2015, el 32% de ellos no tienen una regulación de *crowdfunding* y aplican las normas generales existentes; el 23% han creado excepciones a la regulación de valores existente y el 45% han decidido crear una regulación específica.

96 Véase: http://crowdemprende.com/principales-plataformas-de-crowdfunding-en-colombia/

una previa autorización del Estado y de acuerdo con la ley[97]. En este sentido, cualquier actividad que involucra el recaudo masivo de recursos debe contar con la autorización previa de la Superintendencia Financiera de Colombia. Adicionalmente, hay un marco regulatorio específico para las actividades financieras en Colombia, especialmente aquellas que recaudan capital del público y ofrecen valores.

En este contexto, el marco regulatorio actual obstaculiza el desarrollo del *crowdfunding* financiero. El artículo 1 del Decreto 1981 de 1988 establece que hay captación masiva de recursos del público en los siguientes casos:

> 1. Cuando su pasivo para con el público está compuesto por obligaciones con más de veinte (20) personas o por más de cincuenta (50) obligaciones, en cualquiera de los dos casos contraídas directamente o a través de interpuesta persona. [...]
>
> 2. Cuando, conjunta o separadamente, haya celebrado en un período de tres (3) meses consecutivos más de veinte (20) contratos de mandato con el objeto de administrar dineros de sus mandantes bajo la modalidad de libre administración o para invertirlos en títulos o valores a juicio del mandatario, o haya vendido títulos de crédito o de inversión con la obligación para el comprador de transferirle la propiedad de títulos de la misma especie, a la vista o en un plazo convenido, y contra reembolso de un precio...[98].

97 Art. 335 C.N.: "Las actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos de captación a las que se refiere el literal d) del numeral 19 del artículo 150 son de interés público y solo pueden ser ejercidas previa autorización del Estado, conforme a la ley, la cual regulará la forma de intervención del Gobierno en estas materias y promoverá la democratización del crédito".

98 Decreto 1981 de 1988, art. 1: "Se entiende que una persona natural o jurídica capta dineros del público en forma masiva y habitual en uno cualquiera de los siguientes casos:
"1. Cuando su pasivo para con el público está compuesto por obligaciones con más de veinte (20) personas o por más de cincuenta (50) obligaciones, en cualquiera de los dos casos contraídas directamente o a través de interpuesta persona. [...]
"2. Cuando, conjunta o separadamente, haya celebrado en un período de tres (3) meses consecutivos más de veinte (20) contratos de mandato con el objeto de administrar dineros de sus mandantes bajo la modalidad de libre administración o para invertirlos en títulos o valores a juicio del mandatario, o haya vendido títulos de crédito o de inversión con la obligación para el comprador de transferirle la propiedad de títulos de la misma especie, a la vista o en un plazo convenido, y contra reembolso de un precio. [...]
"Parágrafo 1. En cualquiera de los casos señalados debe concurrir además una de las siguientes condiciones:

En cualquiera de estas situaciones, uno de los siguientes requisitos debe cumplirse: (i) que el valor total de los dineros recibidos por las operaciones sobrepase el 50% del patrimonio líquido de la persona, o (ii) que las operaciones hayan sido el resultado de haber realizado ofertas públicas o privadas a personas innominadas, o de haber utilizado cualquier otro sistema con efectos idénticos o similares. Si cualquier persona cumple con los requisitos establecidos por el Decreto 1981 de 1988, será sujeta a responsabilidad penal de conformidad con el artículo 316 del Código Penal[99]. Esto representa un problema para las pequeñas empresas que buscan recaudar recursos del público por encima del 50% de su patrimonio líquido, si no han sido autorizadas por la Superintendencia Financiera de Colombia[100].

En este contexto, debe indicarse que el artículo 2.º de la Ley 964 de 2005 (Ley del Mercado Público de Valores) define *valor* como "todo derecho de naturaleza negociable que haga parte de una emisión, cuando tenga por objeto o efecto la captación de recursos del público". Adicionalmente, el artículo 6.1.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010 establece que una oferta es pública cuando ha sido dirigida a personas que no se encuentran determinadas o a más de 100 personas determinadas, con el propósito de vender o adquirir documentos que incorporan un derecho crediticio o de participación. Para poder realizar una oferta pública de valores, el emisor debe tener una autorización de la Superintendencia Financiera de Colombia. En este orden de ideas, las actividades

"a) Que el valor total de los dineros recibidos por el conjunto de las operaciones indicadas sobrepase el 50% del patrimonio líquido de aquella persona; o

"b) Que las operaciones respectivas hayan sido el resultado de haber realizado ofertas públicas o privadas a personas innominadas, o de haber utilizado cualquier otro sistema con efectos idénticos o similares".

99 Código Penal, art. 316: "El que desarrolle, promueva, patrocine, induzca, financie, colabore, o realice cualquier otro acto para captar dinero del público en forma masiva y habitual sin contar con la previa autorización de la autoridad competente, incurrirá en prisión de ciento veinte (120) a doscientos cuarenta (240) meses y multa hasta de cincuenta mil (50.000) salarios mínimos legales mensuales vigentes".

100 "Es importante resaltar que desde la crisis financiera de 1982 la actividad de captación de dineros del público de forma masiva y habitual ha tenido una especial vigilancia, porque no solo se trata de la protección del dinero del público, sino también de la estabilidad del sistema financiero del país. Y es por esto que el Estado se ha encargado de crear una fuerte estructura normativa para aquellas entidades que están autorizadas a captar. Estas entidades cumplen exigencias como un capital mínimo para operar, márgenes de solvencia, reportar información a las autoridades de supervisión, identificar sus riesgos y establecer la administración de los mismos. Todo esto en la búsqueda de generar confianza en el sistema". URF, ob. cit., p. 7.

de *crowdfunding* son consideradas como ofertas públicas de valores si cumplen con estos requisitos. Sin embargo, debido a que las plataformas no tienen actualmente una autorización por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia, es razonable considerar que sus actividades son ilegales y sujetas a consecuencias de índole penal. Estas plataformas podrían realizar ofertas privadas, pero ello iría en contra del propósito mismo del *crowdfunding*[101]. Así las cosas, el desarrollo del *crowdfunding* en Colombia requiere de ajustes regulatorios que establezcan una definición de la figura y regulen de manera clara los deberes y obligaciones de las partes involucradas.

3.2. PROPUESTAS PARA UNA REGULACIÓN DE *CROWDFUNDING* EN COLOMBIA

Ante este vacío normativo, en los últimos años se han realizado las primeras propuestas de regulación del *crowdfunding* en Colombia. A continuación realizamos una breve aproximación a cada una de ellas.

3.2.1. EL DOCUMENTO DE CONSULTA "ALTERNATIVAS DE REGULACIÓN DEL *CROWDFUNDING*"

En agosto de 2016, la Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera (URF) y el Ministerio de Hacienda de Colombia hicieron público un estudio denominado "Alternativas de regulación del *crowdfunding*"[102], donde se propuso una alternativa a la regulación del *crowdfunding* en Colombia. Aunque no está redactado como una propuesta de ley, el documento ofrece un análisis sobre aspectos críticos que los reguladores han de tener en cuenta el momento de regular la figura. El estudio hecho por la URF establece que los países que han optado por crear una regulación específica del *crowdfunding* han abordado tres temas en común: (i) consideraciones sobre las plataformas;

101 "En ese sentido, de conformidad con la normatividad vigente en Colombia, de manera general, no es lícito desarrollar la actividad de *crowdfunding* financiero. Si bien estarían exceptuados de esta prohibición los casos específicos de esquemas de *crowdfunding* cuyo modelo de operación no supere los límites establecidos en la normatividad tanto para la captación como para la oferta pública de valores, en la práctica, un modelo de operación con esta limitación desvirtuaría la naturaleza masiva que persigue la actividad de *crowdfunding* desarrollada en el mundo". Ibíd., p. 23.

102 Ibíd.

(ii) la regulación del emisor y de los deudores, y (iii) la protección al inversionista o prestamista[103]. El texto brinda un marco general del estado del arte global de la regulación del *crowdfunding* y estudia los riesgos y beneficios de las aproximaciones regulatorias a nivel internacional. Por último, el documento propone ciertas opciones de ajuste al actual marco regulatorio colombiano y alternativas para una futura regulación específica.

En primer lugar, la URF propone definir *crowdfunding* como una actividad que involucra la canalización de recursos de varias personas para financiar proyectos o negocios, con el propósito de obtener una ganancia[104]. La adopción de una definición de la operación es afortunada, ya que otorga certeza y seguridad jurídica a aquellos que se encuentran interesados en desarrollar la actividad, y permitirá un desarrollo de manera ordenada. Sin embargo, la definición propuesta ha de ser revisada, toda vez que es demasiado amplia y puede incluir casi cualquier actividad financiera.

En segundo lugar, la URF concluye que los portales financieros deben ser regulados por la Superintendencia Financiera de Colombia y deben ser autorizados para: (i) analizar y clasificar riesgos financieros de crédito del proyecto que se va a financiar; (ii) promover de manera masiva todos los proyectos de inversión seleccionados, y brindar canales y mecanismos de comunicación electrónica, y (iii) proveer infraestructura, servicios y sistemas que permitan la conclusión de las operaciones financieras[105].

En tercer lugar, la URF recomienda que los portales financieros tengan los siguientes deberes: (i) un deber de información, bajo el cual deben adoptar procedimientos adecuados que permitan que la información ofrecida al público sea objetiva, completa y clara; (ii) un deber de adoptar procedimientos adecuados para prevenir y manejar conflictos de interés, y (iii) un deber de abordar el sobreendeudamiento a través del balance de la financiación del proyecto[106].

En el contexto de estos deberes, la URF propone que los portales financieros tengan las siguientes obligaciones: (i) separar las cuentas de cada uno de los proyectos para evitar que los activos se entremezclen; (ii) revelar información y riesgos de cada proyecto, para cumplir con el deber de información; (iii) adoptar políticas de gobierno corporativo que aborden la promoción, compensación

---

103 Ibíd., p. 15.
104 Ibíd., p. 24.
105 Ibíd.
106 Ibíd., p. 25.

e inversiones personales de empleados y directivos, y (iv) adoptar estándares mínimos de evaluación de riesgo siguiendo aquellos establecidos por la Superintendencia Financiera de Colombia, todo con el fin de tener conocimiento del riesgo crediticio al que los inversionistas se ven expuestos[107].

Por último, la URF establece que los portales financieros no deben estar autorizados para: (i) administrar o custodiar recursos de terceras partes; (ii) ofrecer asesorías o recomendaciones de inversión, salvo que se encuentren registrados como corredores, con el fin de evitar conflictos de interés[108]; (iii) financiar las inversiones, con el fin de evitar conflictos de interés y asegurar que se trata de vehículos unipropósito, y (iv) asignar recursos para el otorgamiento de créditos, adquisición de valores o participaciones en fondos de inversión colectivas, con el fin de evitar la mezcla de recursos y la afectación de la naturaleza de la operación[109].

Si bien se trata de la primera aproximación regulatoria en Colombia, habría sido afortunado que la URF hubiera brindado explicaciones más profundas sobre el análisis de las propuestas obligaciones y prohibiciones a los portales financieros. El documento únicamente las enumera, sin incluir consideraciones de política económica que las soporten. Así las cosas, es esencial analizar los sistemas legales extranjeros que ya han desarrollado una regulación, con el fin de brindar una base sólida que permita nutrir el desarrollo de los portales financieros en Colombia.

3.2.2. EL PROYECTO DE DECRETO DEL MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO

El 15 de noviembre de 2017 el Ministerio de Hacienda y Crédito Público publicó, para observaciones, el proyecto de decreto "Por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010 para reglamentar la actividad de administración de plataformas electrónicas de financiación colaborativa, y se dictan otras disposiciones".

---

107 Ibíd., p. 26.
108 "En el marco de la neutralidad y transparencia que se busca de las actuaciones de las plataformas, en la mayoría de legislaciones, como España, Canadá, Corea e Italia, se prohíbe que estas entidades adelanten actividades de asesoría, en la medida en que ésta es una labor regulada y circunscrita a entidades financieras que deben cumplir con deberes específicos como clasificación del perfil de riesgo del inversionistas y estándares específicos de profesionalismo". Ibíd., p. 16.
109 Ibíd., p. 25.

Dicho proyecto fue publicado considerando: "Que revisada la experiencia sobre la materia, diversos organismos internacionales coinciden en el potencial de figuras como el *crowdfunding* en la profundización financiera, al permitir la simplificación de procesos operativos y el acceso a fuentes de financiación por actores específicos del mercado, razón por la cual la misma es tenida en cuenta en la determinación de este marco regulatorio".

Lo primero que establece el proyecto de decreto es que las entidades financieras podrán desarrollar y aplicar "innovaciones a través de tecnologías financieras en la prestación de los servicios propios de su objeto" (art. 2.35.6.1.1). Se trata de un artículo que reconoce la importancia de la tecnología en el avance e innovación en la prestación de servicios financieros por parte de las entidades financieras. Sin embargo, no encontramos una razón que justifique que la disposición haya sido incluida como una norma y no como parte de los considerandos del proyecto de decreto.

A continuación, el proyecto de decreto circunscribe su ámbito de aplicación al *crowdfunding* de valores de la siguiente manera:

> El presente libro regula la administración, el funcionamiento y utilización de las plataformas electrónicas de financiación colaborativa a través de la emisión de valores.
>
> Dichas plataformas hacen referencia a la infraestructura electrónica que puede incluir interfaces, páginas de internet u otro medio de comunicación electrónica a través de las cuales se ponen en contacto de manera profesional a un número plural de aportantes con receptores que solicitan financiación en nombre propio para destinarlo a un proyecto productivo de inversión.
>
> No tendrán la consideración de plataformas electrónicas de financiación colaborativa aquellas que desarrollen la actividad prevista del inciso anterior cuando la financiación tenga como destino la realización de una donación o la recepción de un bien o servicio a cambio.
>
> Para efectos de las normas que regulan la actividad de financiación colaborativa, se entiende por proyecto productivo aquel desarrollado por personas naturales o jurídicas con el fin de obtener una rentabilidad económica a partir de actividades empresariales, agropecuarias, industriales, comerciales o de servicios (art. 2.39.1.1.1).

Por un lado, la lectura de dicha disposición evidencia que, de los cuatro tipos de *crowdfunding* previamente analizados, la regulación se limitará al *crowdfunding* que opere a través de la emisión de valores. Adicionalmente, establece que se propone que las plataformas electrónicas en Colombia sean denominadas "plataformas electrónicas de financiación colaborativa", y las define como un intermediario financiero que opera a través de un medio de comunicación electrónica, excluyendo aquellas que tengan "como destino la realización de una donación o la recepción de un bien o servicio a cambio". Por último, la disposición define lo que se entiende por proyecto productivo, esto es, "aquel desarrollado por personas naturales o jurídicas con el fin de obtener una rentabilidad económica a partir de actividades empresariales, agropecuarias, industriales, comerciales o de servicios". Ahora bien, no resulta afortunado que el proyecto de decreto restrinja el concepto de proyecto productivo de esa manera, quedando en duda, por lo demás, si el fin de obtener rentabilidad se refiere a la actividad ordinaria del proyecto productivo o a la finalidad con la que accede al *crowdfunding*. Dicha restricción es una desventaja para la figura y no se encuentra armonizada con la finalidad y la naturaleza de la figura.

Sobre el particular, Colombia FinTech, en su "Manifiesto *crowdfunding*", publicado en enero de 2018, realizó los siguientes comentarios sobre el artículo transcrito:

> El proyecto de normativa para *crowdfunding*, como se encuentra actualmente planeado, implicará la imposición de obstáculos para que las plataformas de *crowdfunding* locales e internacionales puedan operar de acuerdo con los estándares que el mercado ha desarrollado. En este sentido, la aproximación del proyecto de decreto es poco eficiente y, en el ejercicio de levantar las limitaciones que la regulación colombiana imponía a este tipo de actividades, impone nuevas que no se asemejan ni responden a estándares internacionales, lo cual impedirá que el modelo funcione como fue concebido, generando que el mismo no pueda ser implementado en Colombia[110].

En segundo lugar, el artículo 2.39.1.1.3 del proyecto de decreto dispone que la administración de las plataformas únicamente podrá realizarse por "sociedades anónimas de objeto exclusivo que tengan como propósito poner en contacto de manera profesional a un número plural de aportantes con receptores que

---

110 Colombia FinTech. "Manifiesto crowdfunding", enero de 2018, p. 9, disponible en: https://www.colombiafintech.co/publicaciones/manifiesto-crowdfunding-colombia

solicitan financiación en nombre propio para destinarla a un proyecto productivo de inversión, las cuales se denominarán administradoras de plataformas electrónicas de financiamiento colaborativo". Además, dichas sociedades deben estar sometidas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia y contar con su autorización previa y expresa para poder desarrollar dicha actividad.

Sobre el particular vale la pena preguntarse si es verdaderamente necesaria la constitución de una entidad vigilada para la prestación del servicio. Así mismo, la obtención de un permiso previo y expreso de funcionamiento de financiación podría llegar a suponer mayores obstáculos que ventajas para los interesados en prestar el servicio, razón por la cual el esquema económico de la figura puede verse en peligro. En efecto, el artículo 2.39.1.1.4 del proyecto señala que la sociedad que pretenda administrar una plataforma debe cumplir el trámite de autorización de que trata el artículo 53 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero (EOSF). Dicha exigencia comporta una gran cantidad de trámites y costos operativos para las plataformas, razón por la cual es razonable considerar que solo unas pocas podrán acceder al mercado. En este orden de ideas, "al hacerse menos dinámico el mercado, se generan mayores costos operativos, lo que hace que sea más difícil para las mipymes acceder a fuentes no tradicionales de financiación que, de acuerdo con el Banco de la República, se convierte en un factor para su viabilidad en el 51% de los casos"[111]. Así, por ejemplo, el artículo 53 EOSF exige que la sociedad acompañe una solicitud con "[e]l monto de su capital, que no será menor al requerido por las disposiciones pertinentes". Sin embargo, no hay un monto mínimo de capital previsto en el proyecto, ni una forma para calcularlo. En suma, el proyecto de decreto impone un conjunto de requisitos del todo excesivos a las sociedades interesadas en administrar las plataformas.

En tercer lugar, con respecto a las actividades que han de ser llevadas a cabo por las administradoras de plataformas electrónicas, es preciso decir que el artículo 2.39.2.1.1 es afortunado al permitir que puedan prestar servicios adicionales de "cobranza, mercadeo y publicidad para la promoción del proyecto productivo". Sin embargo, únicamente permite que las plataformas reciban los recursos de los inversionistas a través de una entidad financiera, lo cual implica una restricción injustificada a las actividades de las plataformas y conlleva costos adicionales del todo innecesarios.

111 Ibíd., p. 13.

En cuarto lugar, el artículo 2.39.2.1.2 del proyecto de decreto establece un conjunto de deberes de las administradoras de las plataformas electrónicas. Es afortunado que deban expedir un reglamento de funcionamiento y que cuenten con procedimientos de clasificación de los proyectos productivos que sean de público conocimiento, con lo cual se evita la existencia de conflictos de interés en cabeza de la plataforma. Así mismo, y con el fin de balancear la asimetría de información existente entre los inversionistas y los proyectos productivos, así como el riesgo de fraude, se rescata que las plataformas deban proveer información al público respecto de las "característica generales de los proyectos productivos, las condiciones financieras bajo las cuales se otorga su financiamiento y de cualquier actualización o información adicional que reporte el receptor de los recursos", además de "adelantar los procedimientos ordinarios en materia de conocimiento del cliente y prevención de lavado de activos y financiación del terrorismo para los receptores y aportantes". Sin embargo, el artículo no es claro en cuanto al alcance del deber de asesoría de las plataformas: establece el deber de realizar tareas previas de conocimiento y vinculación de los proyectos a la plataforma, lo cual podría implicar una asesoría para los inversionistas, ya que estos considerarán que el análisis del riesgo del proyecto fue previamente llevado a cabo por la plataforma.

Adicionalmente, el artículo 2.39.2.1.2 del proyecto dispone que las plataformas deben "guardar estricta confidencialidad sobre la información reservada de los aportantes, los proyectos productivos y aquella relacionada con las operaciones de financiación realizadas a través de las plataformas". Como puede observarse, se trata de una norma que va en contra del principio de transparencia por el cual deben regirse este tipo de intermediarios, y en su lugar decide privilegiar la confidencialidad de las partes. El proyecto debió haber previsto qué ocurre cuando la información es pertinente para el público inversionista y para el mercado.

En quinto lugar, el artículo 2.39.2.1.3 del proyecto señala un conjunto de prohibiciones para las plataformas electrónicas, del cual vale la pena resaltar que no pueden prestar asesoría relacionada con los proyectos productivos que se financian a través de ellas. Dicha prohibición es de recibo, ya que de modo contrario la plataforma podría incurrir en un conflicto de interés en perjuicio del consumidor. Sobre el particular, Colombia FinTech ha manifestado:

> Es importante encontrar un equilibrio para que las plataformas no manipulen de manera directa la inversión en diferentes proyectos mediante la divulgación o retención de información relativa a la decisión de inversión que realicen lo[s]

> aportantes entre dos o más proyectos productivos disponibles en la plataforma, abusando de la información privilegiada y del conocimiento de los proyectos[112].

Así mismo, las plataformas no podrán recibir los recursos de los proyectos directamente, sobre lo cual resultan aplicables las consideraciones arriba formuladas. Por último, la disposición establece que las prohibiciones son extensivas a "las personas jurídicas dentro de las cuales estos [haciendo referencia a los accionistas, administradores, funcionarios de la plataforma y parientes] también tengan algún tipo de participación". Se trata de una norma que no es clara ni precisa cuando debería serlo por ser restrictiva. No queda claro qué se entiende por "algún tipo de participación".

En sexto lugar, el artículo 2.39.2.1.7 del proyecto deja una gran inquietud en lo que se refiere a la naturaleza de las plataformas electrónicas, ya que establece que deberán suministrar información a aportantes y receptores, indicando que no ostenta la condición de intermediario de valores. Sin embargo, al mismo tiempo exige que sea una entidad autorizada por la Superintendencia Financiera de Colombia que tenga por objeto exclusivo poner en contacto de manera profesional a receptores e inversionistas.

Para finalizar, solo resta mencionar que el artículo 2.39.2.1.7 del proyecto se pronuncia con respecto a la emisión de valores de la siguiente manera: "Para efectos de lo previsto en el artículo 2.° de la Ley 964 de 2015 [*sic*] se entenderá que los instrumentos representativos de deuda o de capital, emitidos en las plataformas de financiación colaborativa, tendrán la calidad de valor y se denominarán valores de financiación colaborativa".

En este sentido, el proyecto de decreto califica a los instrumentos emitidos por las plataformas electrónicas como valores de financiación colaborativa. Sin embargo, deja varias inquietudes en lo que hace, por ejemplo, a su circulación y a la existencia de un mercado secundario que mitigue el riesgo de liquidez de la operación. Si bien el artículo 2.39.5.3.1 dispone que los valores pueden ser enajenados según las normas aplicables, no indica más que eso, lo cual no resuelve las dudas existentes sobre el particular.

En suma, el proyecto de decreto adopta un conjunto de normas que no se encuentran en armonía con la filosofía y naturaleza del *crowdfunding*, normas que, en vez de promover su desarrollo, generarán obstáculos. Así mismo, deja numerosas inquietudes y vacíos, además de contradicciones que han de ser resueltas.

112 Ibíd., p. 21.

3.3. DEL DECRETO 1357 DEL 31 DE JULIO DE 2018, "POR EL QUE SE MODIFICA EL DECRETO 2555 DE 2010 EN LO RELACIONADO CON LA ACTIVIDAD DE FINANCIACIÓN COLABORATIVA"

El 17 de abril de 2018, mediante Acta n.° 005, la Unidad Administrativa Especial Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera (URF) aprobó el contenido del Decreto 1357 de 2018, el cual fue decretado el día 31 de julio de 2018 por el minstro de Hacienda y Crédito Público de Colombia. Se trata de un conjunto normativo que, como ya sido puesto de presente, respondió a las opiniones del sector y busca promover la participación de los particulares en la actividad de financiación colaborativa en Colombia.

El Decreto 1357 de 2018 se dirige a establecer el conjunto de normas que regulan la actividad de administración de plataformas electrónicas de financiación colaborativa, a través de un complejo normativo compuesto por cinco títulos de la siguiente manera: disposiciones generales (Tít. 1); reglas aplicables a las entidades que desarrollen la actividad de financiación colaborativa (Tít. 2); reglas aplicables a los receptores de recursos y a los proyectos productivos (Tít. 3); reglas aplicables a los aportantes (Tít. 4); y de los valores emitidos en las entidades que realicen la actividad de financiación colaborativa (Tít. 5). En este sentido, el proyecto propone un conjunto normativo sobre la base de tres pilares: (i) la regulación de las entidades administradoras de las plataformas electrónicas; (ii) la regulación de los receptores de recursos, y (iii) la regulación de los aportantes de recursos. En efecto, se trata de una aproximación basada en la regulación de los intervinientes dentro de la operación de *crowdfunding*.

Respecto del Decreto 1357 de 2018 y los cambios que introdujo frente al Proyecto de Decreto, vale la pena mencionar los siguiente: (i) establece que las plataformas electrónicas en Colombia serán denominadas "sociedades de financiación colaborativa"; (ii) el Proyecto de Decreto exigía que las plataformas fueran inscritas como proveedores de infraestructura del mercado de valores ante el RNAMV, mientras que el decreto eliminó dicho requisito, razón por la cual no es necesario que la sociedad de financiación colaborativa cumpla con dichas exigencias adicionales previstas para los proveedores de infraestructura del mercado de valores; (iii) el decreto eliminó varios de los requisitos de constitución para las plataformas que se encontraban previstos en el Proyecto de Decreto y constituían aún mayores barreras de entrada al mercado; (iv) el decreto aclaró que la clasificación de los proyectos en ningún caso implica la calificación de los riesgos asociados a los mismos, ni la emisión de una opinión;

y (v) el decreto limitó la extensión de las prohibiciones previstas para las plataformas únicamente a los accionistas, administradores y funcionarios de las sociedades de financiación colaborativa, entre otros.

Adicionalmente, debe indicarse en este punto que el decreto amplió el límite de financiación máximo que tenían los receptores de recursos, de 1.000 SMMLV a 10.000 SMMLV, cuando los recursos provienen de aportantes calificados o de aportantes calificados y aportantes no calificados. En caso de que los recursos provengan únicamente de aportantes no calificados, el límite al monto máximo de financiación de cada receptor fue aumentado a los 3.000 SMMLV. En este sentido, el monto máximo de financiación por receptor fue fijado en función del tipo de aportante y del nivel de protección que cada uno de estos inversionistas debe recibir.

Por último, el artículo 2.41.4.1.2 del Decreto 1357 de 2018 establece que, con respecto a la financiación colaborativa, existen dos tipos de aportantes: por un lado, los aportantes calificados, esto es, aquellos que en el momento de realizar la inversión (i) tengan un patrimonio igual o superior a 10.000 SMLMV; (ii) sean titulares de un portafolio de inversión en valores superior a 5.000 SMLMV, excluyendo valores de financiación colaborativa; (iii) tengan una certificación de profesional del mercado como operador; (iv) tengan la calidad de entidad vigilada por la Superintendencia Financiera de Colombia, o (v) sean un organismo financiero extranjero o multilateral. Por otro lado, son aportantes no calificados aquellos que en el momento de realizar la inversión no tengan ninguna de las calidades previstas para los aportantes calificados.

En este punto debe ponerse de presente que el Proyecto de Decreto establecía un conjunto de límites mucho más restrictivos a los aportantes. En efecto, no diferenciaba entre aportantes calificados y no calificados, pero sí realizaba una diferenciación en el tratamiento de los límites en función de si se trataba de inversiones realizadas frente a un proyecto productivo o inversiones de manera global. Para el primer caso, el límite consistía en lo que resultara menor entre 10 SMMLV o el 5% de los ingresos anuales; mientras que, para el segundo caso, lo que resultara menor entre 30 SMMLV o el 15% de los ingresos anuales. En este orden de ideas, resulta afortunado que el Decreto 1357 de 2018 haya aumentado los límites a los aportantes, incluso eliminando los límites para los aportantes calificados, toda vez que generará un ambiente propicio para la inversión en este tipo de mecanismos, sin poner en peligro al inversionista e implementando un sistema de apertura de capital de inversión. En efecto, un inversionista calificado cuenta con los conocimientos suficientes y necesarios para comprender los riesgos de la operación, y un inversionista no calificado sigue contando con un límite a su inversión que no pone en peligro la destinación de sus recursos para la satisfacción de necesidades básicas.

4. VALOR DE LA REGULACIÓN POR EL *CROWDFUNDING ACT* DE LOS PORTALES FINANCIEROS PARA LA PROPUESTA DE REGULACIÓN EN COLOMBIA

Como se mencionó previamente, para que el *crowdfunding* en Colombia pueda desarrollarse de manera adecuada, las propuestas de regulación deben tener en cuenta las mejores prácticas internacionales y extranjeras para garantizar de manera adecuada una protección a los inversionistas y asegurar la formación de capital. Esta parte del texto estudia el valor para Colombia de adoptar una aproximación similar a la regulación de los portales financieros de conformidad con el *Crowdfunding Act*, señalando las ventajas y desventajas de dicha aproximación.

El modelo de *crowdfunding* está concentrado en atraer pequeños inversionistas con pequeñas sumas de dinero que no pueden acceder a vehículos de inversión tradicionales. Comoquiera que la mayoría de estos inversionistas, por no decir todos, no son sofisticados, su protección adquiere especial importancia en este contexto. No todos los inversionistas necesitan el mismo nivel de protección: cuando no tienen el suficiente conocimiento o experiencia financiera o de negocios como para ser considerados sofisticados, necesitan protección ante los riesgos de mercado y las asimetrías de información. Debido a la naturaleza de las operaciones de inversión de *crowdfunding*, y al hecho de que se encuentran exentos de las normas del *Securities Act* para realizar ofertas públicas de valores, los inversionistas, sofisticados o no, necesitan protección, la cual ha de concentrarse en los intermediarios de la operación, ya que son ellos quienes tienen el contacto directo y presente con la información disponible. Después de todo, son guardianes del mercado y deben soportar estas cargas.

En este contexto, la regulación del *crowdfunding* responde a la necesidad de proteger a los inversionistas y al mismo tiempo permitir la formación de capital. Por un lado, en *Tcherepnin et al. v. Knight et al.* (389 U.S. 332 (1967)) la Corte Suprema de Estados Unidos estableció que uno de los propósitos centrales de la regulación del mercado de valores es la protección de los inversionistas. En Colombia, por su parte, la Ley 1328 de 2009 introdujo una regulación que se concentra en la protección del consumidor financiero, estableciendo un conjunto de derechos y obligaciones frente a las entidades financieras. Así mismo, la

Corte Constitucional se ha pronunciado sobre el deber del Estado de proteger al inversionista en los mercados públicos de valores, de la siguiente manera:

> La autorregulación en el mercado bursátil no conlleva delegación de funciones públicas, pues se trata en realidad de un sistema complementario de naturaleza privada que contribuye con el Estado en la misión de preservar la integridad y estabilidad del mercado, la protección de los inversionistas y el cumplimiento de la ley, garantizando que esa actividad económica sea justa, eficiente y transparente[113].

Invertir en pequeñas y desconocidas empresas es riesgoso, razón por la cual la regulación del *crowdfunding* ha de estar encaminada a proteger a los inversionistas. Por otro lado, la indisponibilidad de recursos para financiar pequeños negocios, como créditos bancarios o inversionistas ángel, hace necesario que estas empresas tengan la oportunidad de acceder a nuevos mercados financieros para que puedan crecer[114]. La regulación debe apuntar a crear nuevas fuentes de capital para pequeñas empresas, y nuevas oportunidades de inversión para pequeños inversionistas inexpertos[115].

Esto es lo que el *Crowdfunding Act* pretende alcanzar al imponer obligaciones y restringir las actividades que los portales financieros pueden llevar a cabo. Y esto es exactamente lo que la futura regulación colombiana sobre el particular debe hacer. Sin embargo, ¿hasta qué punto deben ser limitados los portales financieros?, ¿hasta qué punto deben ser sometidos a una gran cantidad de obligaciones y restricciones? Mientras que la protección de los inversionistas es de gran importancia para preservar mercados financieros eficientes y equitativos, una excesiva regulación pueden impedir a partes interesadas involucrarse en el mercado como intermediarios[116]. Como Hemingway lo ha indicado, "el *Crowdfund Act* suma cargas significativas y obligatorias (y como resultado costos) a este modelo –tantas cargas que puede ser difícil que portales financieros puedan desarrollar un modelo de negocio rentable"[117]. El proyecto de decreto propuesto por el Ministerio de Hacienda también suponía una regulación excesiva que probablemente hubiera representado serias dificultades para el futuro del *crowdfunding* en Colombia. Dicha postura fue, afortunadamente, matizada por el Decreto 1357 de 2018, que decidió reducir las barreras de entrada al mecanismo y aumentar los límites previstos para la financiación de proyectos y las inversiones.

En este contexto, ¿cuáles son las ventajas y las desventajas de la regulación propuesta por el *Crowdfunding Act* para Colombia? En primer lugar, debe indicarse que el *Crowdfunding Act* es un ejemplo de regulación prudente que equilibra la protección al inversionista y la formación de capital. La regulación colombiana debe apuntar a lograr ambos objetivos. El *Crowdfunding Act* es afortunado en imponer obligaciones a los portales financieros, consistentes en analizar y comunicar información a los inversionistas, proporcionando canales de comunicación y ofreciendo información relacionada con los riesgos en los proyectos de inversión en las plataformas. Aun cuando exigirles que provean material educativo dirigido a los inversionistas es costoso, tanto en términos de recursos como de la exposición a responsabilidad[118], es razonable considerar que es una medida justificada, ya que promueve la confianza en el mercado y reduce el riesgo de fraude y de crédito que deben asumir los inversionistas. Como se puso de presente, el Decreto 1357 de 2018 asigna obligaciones similares a las plataformas electrónicas, lo cual es afortunado en un mercado que cada día es más globalizado, ya que estructuras análogas facilitarán el comercio internacional y el desarrollo de operaciones internacionales de *crowdfunding*.

---

113 Corte Constitucional. Sentencia C-692 de 2007, M.P.: Rodrigo Escobar Gil.

114 BRADFORD, STEVEN. "Crowdfunding and the Federal Securities Laws", *Columbia Business Law Review*, 2012, p. 100.

115 "*Crowdfunding has two primary goals, one relating to entrepreneurs and one relating to investors. First, crowdfunding can empower entrepreneurs from coast to coast to use social networks and the Internet to obtain business capital at a reasonable cost. Second, crowdfunding can democratize the market for financing speculative companies by inviting ordinary people – 'digital shareholders' – to make investments that are currently offered solely to accredited (wealthy) investors*". SCHWARTZ, ANDREW A. "The Digital Shareholder", 100 *Minnesota Law Review*, diciembre de 2015, pp. 619-20.

116 "*Regulations that force the separation of intermediary services from more lucrative services may reduce or eliminate services that are not independently profitable and may thus actually exacerbate existing shortages of intermediary services*". CHOI, STEPHEN J. y FISH, JILL E. "How to Fix Wall Street: A Voucher Financing Proposal for Securities Intermediaries", 113 *Yale L.J.* 269, 2003, pp. 274-75.

117 Traducción libre. Versión original: "*The Crowdfund Act adds significant, mandatory burdens (and, as a result, costs) to this organically grown model – so many burdens, that it may be difficult for would-be [funding portals] to develop a profitable business model*". MACLEOD, ob. cit., p. 191.

118 "*However, requiring Crowdfunding Intermediaries to create their own educational materials and Q&A's for investors has the potential to be very expensive, lead to inconsistent disclosures and expose Crowdfunding Intermediaries to liability for material misstatements or omissions in their material*". POWERS, ob. cit., p. 3.

Sin embargo, las restricciones operativas impuestas al mismo tiempo a los portales financieros impactan de manera negativa la realidad económica del mercado. La inhabilidad de los portales financieros para ofrecer asesorías o recomendaciones de inversión, para realizar actividades de promoción, ventas u ofertas de compra de valores, compensación a empleados por dichas ventas dirigidas, o incluso para custodiar o administrar los recursos o valores de los inversionistas, distancian a este tipo de intermediarios de los emisores y los inversionistas, lo cual no es afortunado, teniendo en cuenta que el *crowdfunding* es un mecanismo de recaudo de capital que trata directamente con inversionistas de a pie. Estas restricciones eliminan la posibilidad de los portales financieros de tener distintas fuentes de ingresos o ganancias por sus servicios, lo cual hace que el registro ante la autoridad local sea menos atractivo.

La regulación colombiana debe permitir que los portales financieros actúen de manera más libre, sin que ello afecte la protección a los inversionistas y la formación de capital. El *Crowdfunding Act* ofrece una protección al inversionista que va más allá de las restricciones a los portales financieros, como por ejemplo limitaciones a los montos de la inversión y a las ofertas, así como materiales educativos para los inversionistas. En este sentido, ¿son las restricciones a los portales financieros excesivas? El Decreto 1357 de 2018 también contiene restricciones y vacíos que lo único que van a hacer es obstaculizar el desarrollo del *crowdfunding* en Colombia.

Si la compensación basada en actividades de promoción y en las transacciones no es permitida, los portales financieros estarán privados de una fuente de ingresos, y los intermediarios estarán más interesados en registrarse como corredores. Si este tipo de compensación involucra algún tipo de preocupación por conflictos de interés[119], la regulación debe ofrecer una solución menos extrema, por ejemplo a través de la exigencia de que dichos intermediarios adopten reglamentos de procedimientos para evitar o solucionar los conflictos de interés. Los empleados no estarán interesados o motivados y se habrá creado un incentivo negativo, haciendo más difícil que las pequeñas empresas sean financiadas. Adicionalmente, las plataformas electrónicas pueden estar

119 "*The SEC disfavors transaction-based compensation because it creates a financial stake in a proposed transaction and thus incentivizes one to engage in sales efforts. Specifically, the SEC is concerned that transaction-based compensation in securities lead to relentless sales tactics and other investor protection problems related to unregulated and unsupervised brokerage activities*". DARKE, ob. cit., p. 197.

interesadas en promocionar oportunidades con un gran potencial de rentabilidad. Sin embargo, en Estados Unidos está prohibido llevar a cabo dichas actividades. Esta restricción hará más difícil para los portales financieros encontrar inversionistas pasivos para un proyecto de inversión particular. Si no pueden realizar actividades de promoción, el propósito del *Crowdfunding Act* se ve afectado.

De otra parte, el *Crowdfunding Act* priva a los portales financieros de otro tipo de fuentes de ingresos al prohibirles ofrecer asesorías a los inversionistas. Incluso si esta prohibición se encuentra fundamentada en consideraciones de política económica que giran alrededor de la protección al inversionista, estos gozan de un fuerte nivel de protección. Aun cuando los inversionistas no son sofisticados, hay una creencia consistente en que personas inexpertas pueden tomar decisiones colectivas sabias[120]. En este sentido, ¿se justifica que los portales financieros no puedan dar recomendaciones a los inversionistas? Los portales financieros no deberían ser autorizados para proporcionar recomendaciones a los inversionistas sin afectas sus intereses[121]. En efecto, la asesoría a los inversionistas los beneficia[122]. Si la protección al inversionista es

120 BRADFORD, STEVEN. "Crowdfunding and the Federal Securities Laws", *Columbia Business Law Review*, 2012, p. 108.

121 En este punto debe recordarse que de acuerdo con la sección (2)(a)(20) del *Investment Company Act* de 1940, *investment adviser* se encuentra definido como sigue: "'*Investment adviser' of an investment company means (A) any person (other than a bona fide officer, director, trustee, member of an advisory board, or employee of such company, as such) who pursuant to contract with such company regularly furnishes advice to such company with respect to the desirability of investing in, purchasing or selling securities or other property, or is empowered to determine what securities or other property shall be purchased or sold by such company, and (B) any other person who pursuant to contract with a person described in clause (A) regularly performs substantially all of the duties undertaken by such person described in clause (A); but does not include (i) a person whose advice is furnished solely through uniform publications distributed to subscribers thereto, (ii) a person who furnishes only statistical and other factual information, advice regarding economic factors and trends, or advice as to occasional transactions in specific securities, but without generally furnishing advice or making recommendations regarding the purchase or sale of securities, (iii) a company furnishing such services at cost to one or more investment companies, insurance companies, or other financial institutions, (iv) any person the character and amount of whose compensation for such services must be approved by a court, or (v) such other persons as the Commission may by rules and regulations or order determine not to be within the intent of this definition*".

122 "*Providing advice does not guarantee that an investor will be protected from fraud and losing his or her investment. However, investment advice can greatly assist the novice or unsophisticated investor because an expert can recommend offerings that have a higher potential of success and lesser*

un bien jurídico tutelado que fue tenido en cuenta en el momento de redactar el *Crowdfunding Act*, un inversionista no sofisticado, pero que es asesorado, tiene mayor protección. Si el portal financiero es un intermediario que tiene toda la información relevante para una inversión particular, ¿por qué quitarles la oportunidad de dar asesoría a los inversionistas? Un portal financiero puede permanecer neutro, incluso si da recomendaciones de inversión. Si un inversionista necesita asesoría en el momento de realizar una transacción, ¿quién mejor que el mismo portal para prestarla? Es más, la selección de proyectos y la manera como la información es presentada en las páginas de los portales financieros puede ser entendida como una actividad de asesoría. En suma, si las partes interesadas en realizar actividades de recaudo de recursos tienen caminos menos restringidos, que pueden resultar más rentables, el *crowdfunding* no podrá desarrollarse a cabalidad.

CONCLUSIONES

El *crowdfunding* es un nuevo instrumento para recaudar fondos que ahora se encuentra en la mira de los reguladores alrededor del mundo, principalmente debido a su distanciamiento de los mecanismos tradicionales y a la intervención de nuevos actores y problemáticas. La introducción de un nuevo intermediario, el portal financiero o plataforma electrónica, requiere de una respuesta por parte de los sistemas legales para poder proteger a los inversionistas y al mismo tiempo permitir que las pequeñas empresas puedan acceder al capital. Como parte de la tendencia global, Estados Unidos ha adoptado una aproximación de regulación específica con respecto a las obligaciones y restricciones de los portales financieros, circunstancia que beneficia a los inversionistas pero falla en el momento de reconocer la realidad económica que los intermediarios enfrentan cuando deciden registrarse ante la SEC como portales financieros. En efecto, las estrictas restricciones impuestas por el *Crowdfunding Act* a este nuevo tipo de intermediarios suponen una amenaza para el desarrollo del *crowdfunding*, especialmente cuando los emisores de valores tienen alternativas para recaudar fondos, tales como aquellas incluidas en la Regulación D del *Securities Act*.

En este contexto, Colombia debería adoptar una regulación que balancee la protección al inversionista con las cargas impuestas a los portales financieros,

likelihood of fraud while steering investors away from offerings that have a lower potential of success and more likelihood of fraud". DARKE, ob. cit., p. 199.

con el fin de lograr un modelo lucrativo que estimule a los partícipes del mercado interesados para que se involucren en el esquema y puedan, de este modo, impulsar el mercado del *crowdfunding* en el país. La esperada regulación del *crowdfunding* en Colombia debe brindar protección al inversionista a un costo razonable para los intermediarios, de manera de no desincentivar su registro como portales financieros. La adopción de las restricciones impuestas por el *Crowdfunding Act* dificultará el desarrollo del mercado, ya que su registro como tal no será atractivo para las partes interesadas. Los reguladores deben estudiar los efectos económicos de las regulaciones propuestas como consideraciones de política económica[123]. En suma, los reguladores colombianos deben adoptar una aproximación similar a la regulación de las obligaciones de los portales financieros prevista en el *JOBS Act*, pero es razonable considerar que deben permitir que estos intermediarios actúen sin tantas restricciones, todo con el fin de promover el desarrollo de este nuevo mercado financiero emergente.

En el caso colombiano, en un primer momento, el proyecto de decreto del Ministerio de Hacienda se encontraba encaminado a restringir en la mayor medida posible la actividad de los portales electrónicos en Colombia. Se trataba de un proyecto que presentaba una gran variedad de vacíos e inconsistencias normativas que complicarían el desarrollo del mecanismo, ya que no ofrecía claridad o seguridad jurídica para las partes interesadas en realizar actividades de intermediación como plataformas electrónicas.

Consciente de dichas falencias, especialmente por los comentarios y críticas realizados por el sector en Colombia, el Gobierno decidió modificar el contenido del proyecto de decreto y aminoró las restricciones existentes a los intervinientes. Entre otras cosas, el Gobierno atendió las falencias del proyecto y reconoció a las plataformas electrónicas como intermediarios financieros, redujo sus restricciones, amplió los límites de los recursos a recaudar por parte de los receptores y aumentó los límites para los inversionistas. En este punto debe resaltarse que el Decreto 1357 de 2018 clasificó a los aportantes de recursos como aportantes calificados y aportantes no calificados, eliminando cualquier límite en el monto de la inversión de la primera.

Como puede observarse, la primera aproximación a la figura por parte del Gobierno fue tal vez muy restrictiva debido al desconocimiento de la figura y de sus implicaciones económicas, lo cual es apenas normal, al tratarse de un

123 Véase Estados Unidos. *Investment Company Institute v. C.T. Conover, Comptroller of the Currency, et al.*, 790 F.2d 925 (D.C. Cir. 1986) p. 930.

mecanismo novedoso que ahora hace parte del mercado de servicios financieros. Es oportuno que el Decreto 1357 de 2018 hubiere flexibilizado la regulación de los partícipes. Sin embargo, aún existen varios aspectos que necesariamente requerirán de una revisión y análisis por parte del regulador. De la experiencia norteamericana es posible concluir que, si una actividad naciente es reglada de manera tan estricta, no florecerá de la mejor manera. El regulador colombiano debería tener en cuenta lo ocurrido en otras latitudes para poder lograr que la figura goce de aceptación por parte del mercado y no se ahogue antes de iniciar. En todo caso, nos encontramos en una etapa incipiente del mecanismo y solo su desarrollo económico permitirá, en definitiva, establecer la manera como la regulación ha de responder a los cambios en la realidad.

REFERENCIAS

BAENA CÁRDENAS, LUIS GONZALO. *Lecciones de derecho mercantil*, 2.ª ed., Universidad Externado de Colombia, 2013.

BOWMAN, BLAIR. "A comparative analysis of crowdfunding regulation in the United States and Italy", 33 *Wisconsin International Law Journal*, 318, Fall 2015.

BRADFORD, STEVEN. "Crowdfunding and the Federal Securities Laws", *Columbia Business Law Review*, 2012.

BRADFORD, STEVEN. "Shooting the messenger: The liability of crowdfunding", Intermediaries for the Fraud of Others, *University of Cincinnati Law Review*, vol. 83, 2014, disponible en: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2460000

CHEN, FANG et al. "Systemic Risk, Financial Crisis, and Credit Risk Insurance", *The Financial Review* 48, 2013.

CHOI, STEPHEN J. "A Framework for the Regulation of Securities Market Intermediaries", 1 *Berkeley Bus. L.J.* 45, 81, 2004.

CHOI, STEPHEN J. y FISH, JILL E. "How to Fix Wall Street: a Voucher Financing Proposal for Securities Intermediaries", 113 *Yale L.J.* 269, 2003.

CHOI, STEPHEN J. y PRITCHARD, A. C. *Securities Regulation. Cases and Analysis*, 4.ª ed., Foundation Press, 2015.

CHOI, STEPHEN J. y PRITCHARD, A. C. *Securities Regulation. Statutory Supplement*, Foundation Press, 2016.

Colombia FinTech. "Manifiesto Crowdfunding", enero de 2018, disponible en: https://www.colombiafintech.co/publicaciones/manifiesto-crowdfunding-colombia

COLLINS, LIAM y PIERRAKIS, YANIS. *The Venture Crowd: Crowdfunding Equity Investment into Business*, Nesta, 2012.

Crowdfunding's Potential for the Developing World, 2013, infoDev, Finance and Private Sector Development Department, Washington, D.C., World Bank.

CUNNINGHAM, WILLIAM MICHAEL. *The JOBS Act. Crowdfunding Guide to Small Businesses and Startups*, 2.ª ed., 2016.

DARKE, SHEKHAR. "To be or not to be a Funding Portal: Why crowdfunding platforms will become broker-dealers", 10 *Hastings Business Law Journal* 183, Winter 2014.

DORFF, MICHAEL B. "The siren call of equity crowdfunding", *Southwestern University School of Law*, 13 de septiembre de 2013, disponible en: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2325634.

DOUGLAS, ARNER et al. *The Evolution of FinTech: A New Post-Crisis Paradigm?*, University of Hong Kong Faculty of Law, 2015.

GABISON, GARRY A. "JRC Science and Policy Report. Understanding crowdfunding and its regulations", Comisión Europea, 2015.

GARNER, BRYAN A. *Black's Law Dictionary*, 5.ª ed. de bolsillo.

HAMILTON, JAMES. *Jumpstart Our Business Startups Act. Law Explanation and Analysis*, Wolters Kluwer, 2012.

HOFFMAN, SHELDEN RYAN y MACLEOD HEMINWAY, JOAN. "Proceed at your peril: Crowdfunding and the Securities Act of 1933", 78 *Tennessee Law Review* 879, Summer, 2011.

HOGAN, JOSEPH. "Like oil and water: Equity crowdfunding and securities regulation", 18 *Lewis & Clark Law Review*, 2014.

HOPKINS, JAMIE y HOPKINS, KATIE. "Not all that glitters is gold – Limitations of equity crowdfunding regulations", 16 *Duquesne Business Law Journal* 1.

HUDSON, ALASTAIR. *The Law of Finance*, Sweet & Maxwell, London, 2013.

Isaacson, Max E. "The so-called democratization of capital markets: Why Title III of the JOBS Act Fails to Fulfill the Promise of crowdfunding", 20 *North Carolina Banking Institute*, 2016.

IOSCO. "Crowd-funding: An infant industry growing fast", SWP3, 2014, disponible en: https://www.iosco.org/research/pdf/swp/Crowd-funding-An-Infant-Industry-Growing-Fast.pdf

IOSCO. "Crowdfunding 2015 Survey Responses Report", FR29/2015, December 2015, disponible en: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD520.pdf

MacLeod Heminway, Joan. "Business lawyering in the crowdfunding era", 3 *American University Business Law Review*, 2014.

MacLeod Heminway, Joan. "The New Intermediary on the Block: Fundingportals Under the Crowdfunding Act", 13 *U.C. Davis Business Law Journal*, Spring 2013.

McKnight, Andrew. *The Law of International Finance*, Oxford University Press, 2008.

Mollick, Ethan. "The dynamics of crowdfunding: An exploratory study", *Journal of Business Venturing* 29, Wharton School, 2014.

Mathews, Kelly. "Crowdfunding, everyone's doing it: why and how North Carolina should too", 94 *North Carolina Law Review*, diciembre de 2015.

Oesterle, Dale A. "Intermediaries in internet offerings: The future is here", 50 *Wake Forest Law Review*, 2015.

Powers, Thomas V. "SEC regulation of crowdfunding intermediaries under Title III of the JOBS Act", 31 n.° 10 Banking & Financial Services Policy Report, octubre de 2012.

Schwartz, Andrew A. "The Digital Shareholder", 100 *Minnesota Law Review*, diciembre de 2015.

Schwienbacher, A. y Larralde, B. "Crowdfunding of small entrepreneurial ventures", *SSRN Electronic Journal*, 2010.

Sotomonte Mujica, David Ricardo. *Insolvencia transfronteriza: evolución y estado de la materia*, Bogotá Universidad Externado de Colombia, 2009.

URF. "Alternativas de regulación del crowdfunding", 2016, disponible en: http://www.urf.gov.co/urf/ShowProperty?nodeId=%2FOCS%2FP_MHCP_WCC-049581%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased

V. OPERACIONES Y DERIVADOS

ANA MARÍA PRIETO ARIZA*
FELIPE GAVIRIA**

Operaciones del mercado de valores

El presente capítulo se ocupa de las principales características de las operaciones del mercado de valores colombiano, con miras a entender la funcionalidad económica de dichas operaciones e identificar la regulación aplicable a las mismas.

Para tal fin se analizan los aspectos contractuales y regulatorios de los repos, simultáneas y transferencia temporal de valores. Igualmente, se desarrollan las características de las ventas en corto, y los impactos de dichas operaciones en los mercados de valores.

I. OPERACIONES REPO, SIMULTÁNEAS Y TTV

Las operaciones repo, simultáneas y de transferencia temporal de valores (TTV) son préstamos colateralizados que permiten al gobierno, las empresas y en general los inversionistas satisfacer sus necesidades de financiación de corto plazo, tanto de dinero como de valores. Su negociación se lleva a cabo en el mercado monetario, el cual se compone de instrumentos líquidos y con una maduración inferior a un año.

El desarrollo del mercado monetario y en general el dinamismo de los mercados de valores ha llevado a que los portafolios de los inversionistas no permanezcan estáticos. Constantemente los agentes realizan compraventas definitivas, y quienes mantienen posiciones estructurales buscan obtener financiación de corto plazo utilizando sus valores como colateral o entregando sus recursos para recibir valores o recursos como colateral.

---

* Economista de la Universidad Javeriana, con maestría en Política Pública de la Universidad de los Andes, maestría en Economía de la Universidad Javeriana y especialización en Derecho de Mercado de Capitales de la misma institución. Se ha desempeñado como economista senior en Asobancaria, ha estado vinculada al Autorregulador del Mercado de Valores como coordinadora de metodologías de supervisión y, posteriormente, como subdirectora de divisas y como gerente de certificación. Está vinculada a la Unidad de Regulación Financiera (URF) como subdirectora de desarrollo de mercados de la entidad.

** Economista de la Universidad de los Andes, con maestría en Economía de la misma institución y estudios en Finanzas de la Universidad de Macau (China). Ha estado vinculado a la banca de inversión PRONUS, al Autorregulador del Mercado de Valores, la Superintendencia Financiera de Colombia y BRC S&P. Actualmente es el gerente de operaciones y desarrollo de productos de UALET, la primera APP colombiana que permite hacer inversiones diversificadas en los fondos de inversión colectiva de Alianza Fiduciaria, BTG Pactual, Old Mutual Fiduciaria y Credicorp Capital.

El mercado de préstamos colateralizados con valores se puede dividir conceptualmente según la necesidad de financiación. Por un lado están los instrumentos de obtención de recursos, conocidos como *cash-driven*, en donde los agentes buscan recursos para financiarse y entregan valores como colateral. Por el otro lado están los instrumentos de obtención de valores, conocidos como *securities-driven*[1], en donde los agentes buscan adquirir valores específicos y pueden entregar otros valores de su portafolio o recursos líquidos como colateral.

El hecho de que se trate de operaciones con valores que sirven de colateral reduce el riesgo de crédito inherente. Sin embargo, la contraparte de las operaciones puede incumplir con su obligación de regresar a la otra los valores o recursos obtenidos, según sea el caso. En este sentido, estas operaciones generalmente involucran alguna forma de margen o garantía para asegurar que en todo momento el valor del colateral es suficiente para respaldar el cumplimiento de la operación de regreso.

Desde el punto de vista económico, los repos, simultáneas y TTV cumplen funciones similares y pueden ser usados tanto para la consecución de valores como de recursos. Sin embargo, como se explica en el presente texto, existen diferencias en sus características jurídicas.

En las tres operaciones existe una transferencia de propiedad de los valores que respaldan la operación. Con esto se busca proteger jurídicamente a la parte que entrega los valores en caso de incumplimientos.

No obstante, dicha transferencia es transitoria y por lo tanto los valores siempre regresan a quien inicialmente entregó su propiedad. Por esta razón, el riesgo financiero de estas operaciones permanece en el balance de quien inicialmente entregó su propiedad. Así mismo, los flujos de efectivo, tales como pagos de dividendo o pagos de cupones, le son restituidos a este.

Estas operaciones les permiten a los participantes de mercado cumplir con obligaciones contractuales tales como entregar valores en un contrato derivado o en una posición corta. Igualmente, facilitan fondear posiciones largas con los mismos valores objeto de operación, incrementando el apalancamiento y, como resultado, el crecimiento en el mercado de valores.

1 BIS. *Securities lending transactions market development and implications*, 1999.

1.1. ¿QUÉ SON LAS OPERACIONES REPO, SIMULTÁNEAS Y TTV?

Hasta 2006 la reglamentación de estas operaciones no era uniforme y el tratamiento jurídico, prudencial y contable dependía del tipo de agente que realizara la operación y de si estos eran vigilados por la antigua Superintendencia Bancaria o la Superintendencia de Valores, lo cual obstaculizaba la profundización y desarrollo del mercado monetario en Colombia. Por ejemplo, en el caso de los establecimientos de crédito, dichos instrumentos solo podían utilizarse para cubrir faltantes de liquidez asociados a la intermediación bancaria. En el caso de las sociedades comisionistas de bolsa se autorizó el uso de estos instrumentos para fondear las posiciones largas de su cuenta propia, lo que si bien incrementó la liquidez del mercado de capitales, las expuso a un mayor riesgo de mercado y de liquidez producto del apalancamiento y financiación a corto plazo.

Esta situación cambió con la expedición de los decretos 4432 de 2006, 343 de 2007 y 669 de 2007, así como de las correspondientes circulares externas de la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) relacionadas. Este conjunto de normas generó una regulación uniforme para los tres productos y se detallaron diferencias operativas para cada instrumento. Con esto se sentaron las bases para el desarrollo de un mercado monetario, el cual resulta fundamental para el mercado de capitales al proveer información acerca de las expectativas de tasas de interés de corto plazo de los agentes económicos, como se explica más adelante.

En 2013 el Gobierno Nacional ajustó el marco regulatorio de las operaciones monetarios mediante la expedición del Decreto 2878 de ese año, luego del episodio de intervención y posterior liquidación de la sociedad comisionista InterBolsa. Dentro de los ajustes normativos de este decreto se destaca la adopción de un nuevo régimen de garantías y la creación de un esquema de límites prudenciales que restringían la concentración de operaciones monetarias en cabeza de un mismo cliente, intermediario y especie. Estas medidas buscaban aumentar la transparencia y seguridad de las operaciones monetarias y evitar conductas indebidas en el mercado.

En tiempos recientes, con la expedición del Decreto 766 de 2016, se revisó el mencionado esquema de límites, ampliando las restricciones inicialmente impuestas. Esta flexibilización se adoptó con el propósito de fomentar la liquidez del mercado.

1.1.1. REPOS[2]

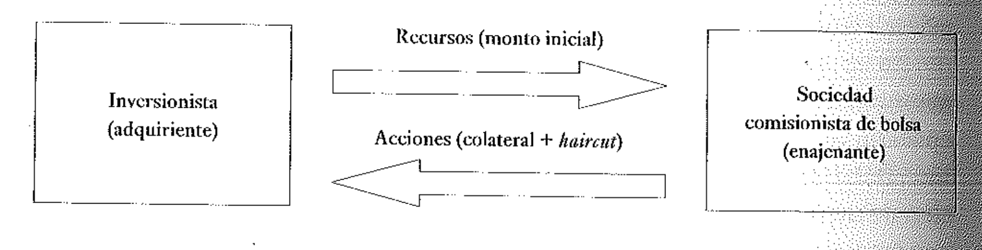
Una operación repo es por excelencia *cash-driven*. Se trata de una sola transacción, en donde una de las partes vende valores de su propiedad a la otra y a la vez se obliga a recomprarlos en una fecha futura acordada. En Colombia, los valores entregados como colateral pueden ser instrumentos de renta fija o de renta variable.

En la operación se protege fundamentalmente a la parte que entrega los recursos. Por tal motivo se aplica un *haircut*, que equivale a un descuento sobre el precio de mercado de los valores que se entregan como respaldo de la operación. Igualmente, estos valores permanecen inmovilizados, lo que significa que no pueden venderse ni utilizarse en otras operaciones por parte de quien los recibe como colateral[3].

El siguiente ejemplo ilustra los pasos involucrados en una operación repo.

Ejemplo
Operación repo entre un inversionista y una sociedad comisionista de bolsa

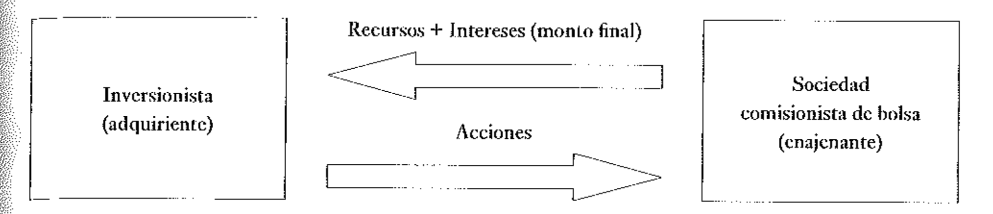
Paso 1. La comisionista transfiere la propiedad de los valores al inversionista y este a su vez transfiere una suma de dinero a la comisionista. Las acciones sirven como colateral de la operación aplicándoles un *haircut* para asegurar que en todo momento el valor de mercado de las acciones es suficiente.



2 El artículo 2.36.3.1.1 del Decreto 2555 de 2010 define los repos como las operaciones "en las que una parte (el 'Enajenante') transfiere la propiedad a la otra (el 'Adquirente') sobre valores a cambio del pago de una suma de dinero (el 'Monto Inicial') y en las que el Adquirente al mismo tiempo se compromete a transferir al Enajenante valores de la misma especie y características a cambio del pago de una suma de dinero ('Monto Final') en la misma fecha o en una fecha posterior previamente acordada".

3 La regulación permite la celebración de repos abiertos en los que los valores que respaldan la operación no permanecen inmovilizados.

Paso 2. El inversionista vende nuevamente las acciones a la comisionista y la comisionista le repaga al inversionista regresando la suma de dinero inicialmente entregada más unos intereses.



La diferencia entre los recursos que inicialmente entrega el inversionista y los que recibe al final corresponde a la tasa de interés de la operación (tasa repo).

1.1.2. SIMULTÁNEAS[4]

Una operación simultánea es tanto *cash-driven* como *securities-driven*. Se compone de dos operaciones: la venta de unos valores por cuenta del enajenante a cambio de una suma de dinero que entrega el adquiriente y, simultáneamente, la venta a futuro de los valores del adquiriente al enajenante. En Colombia, los valores que respaldan la operación solo pueden ser instrumentos de renta fija.

En la operación no hay un énfasis de protección de alguna parte sobre la otra, dado que la misma es tanto *cash-driven* como *securities-driven*. Por tal motivo, no se aplica un *haircut* al precio de los valores entregados como colateral. Tampoco se requiere que estos valores permanezcan inmovilizados, y por lo tanto quien los recibe puede utilizarlos para el cumplimiento de sus operaciones o venderlos para incrementar su apalancamiento.

El siguiente ejemplo ilustra las operaciones que componen una simultánea.

4 El artículo 2.36.3.1.2 del Decreto 2555 de 2010 define las simultáneas como las operaciones "en las que una parte (el 'Enajenante') transfiere la propiedad a la otra (el 'Adquirente') sobre valores a cambio del pago de una suma de dinero (el 'Monto Inicial') y en las que el Adquirente al mismo tiempo se compromete a transferir al Enajenante valores de la misma especie y características a cambio del pago de una suma de dinero ('Monto Final') en la misma fecha o en una fecha posterior previamente acordada".

Ejemplo
Operación simultánea entre una fiduciaria y un banco

Operación de venta: una fiduciaria (enajenante) transfiere al banco (adquiriente) la propiedad de unos TES a cambio de una suma de dinero.

Operación de compra de regreso: la fiduciaria le compra al banco a futuro, a un precio determinado, los mismos TES. El precio de la operación de compra de regreso corresponde a la tasa de interés pactada entre las partes.

1.1.3. TRANSFERENCIA TEMPORAL DE VALORES (TTV)

Una transferencia temporal de valores (TTV) es por excelencia *securities-driven*. Se trata de una sola transacción, en donde una de las partes transfiere valores de su propiedad a la otra y a la vez se obliga a retransferirlos en una fecha futura acordada. En Colombia, los valores transferidos por medio de una TTV pueden ser instrumentos de renta fija o de renta variable y el colateral de la operación puede corresponder a otros valores o a dinero[5].

En la operación se protege fundamentalmente a la parte que entrega los valores. Por tal motivo, el monto de recursos o valores entregados como respaldo de la operación supera el valor de mercado de los títulos transferidos.

Los valores objeto de la operación no permanecen inmovilizados, lo que significa que pueden utilizarse para el cumplimiento de sus operaciones. Esto es fundamental para el correcto funcionamiento de las ventas en corto, las cuales se detallarán en la siguiente sección.

5 El artículo 2.36.3.1.3 del Decreto 2555 de 2010 define la transferencia temporal de valores como las operaciones "en las que una parte (el 'Originador') transfiere la propiedad de unos valores (objeto de la operación) a la otra (el 'Receptor'), con el acuerdo de retransferirlos en la misma fecha o en una fecha posterior. Concomitantemente, el Receptor transferirá al Originador la propiedad de otros valores o una suma de dinero de valor igual o mayor al de los valores objeto de la operación. En el momento en que se revierta la operación, tanto el Originador como el Receptor deberán restituir la propiedad de valores de la misma especie y características de aquellos recibidos en la operación o la suma de dinero recibida, según sea el caso".

1.2. TRANSFERENCIA DE LA PROPIEDAD Y EL IMPACTO ECONÓMICO DE SU CONTABILIZACIÓN

Para un adecuado mercado de repos, simultáneas y TTV se requiere que la transferencia de la propiedad del colateral ocurra de manera eficiente y que exista un sistema de compensación y liquidación adecuado, de tal forma que la liquidación de estas operaciones se haga mediante el mecanismo de pago contra entrega.

La transferencia de la propiedad implica que en casos de incumplimientos, por ejemplo ante un embargo o liquidación forzosa, quien recibe los valores como colateral tiene plena disposición de los mismos y puede realizar su venta evitándole pérdidas por riesgo de mercado o liquidez.

A pesar de existe una transferencia de la propiedad de los valores objeto de la operación, quien los traslada mantiene el riesgo de los mismos en su balance y recibe los flujos de caja producto de pagos de cupones (para el caso de bonos) o dividendos (para el caso de acciones).

En el caso de las operaciones *securities-driven*, la transferencia de la propiedad también implica un traslado de derechos políticos para quien recibe los valores objeto de la operación.

1.3. USOS DE LAS OPERACIONES REPO, SIMULTÁNEAS Y TTV

Las operaciones repo, simultáneas y TTV son utilizadas por los agentes privados y las autoridades monetarias. A continuación se describen los principales usos de estas operaciones.

1.3.1. OPERACIONES REPO Y SIMULTÁNEAS COMO INSTRUMENTOS DE LIQUIDEZ, APALANCAMIENTO Y FONDEO DE POSICIONES LARGAS

Mediante este tipo de operaciones, usualmente una tesorería utiliza su portafolio de inversiones para obtener liquidez.

El uso de las operaciones repo y simultáneas hace posible que un agente tome una posición larga (compra de valores) y utilice estos instrumentos para obtener los recursos necesarios para el cumplimiento de su operación.

1.3.2. OPERACIONES SIMULTÁNEAS Y TTV COMO INSTRUMENTOS PARA CUBRIR POSICIONES CORTAS

Un segundo uso de las operaciones del mercado monetario es el de cubrir las operaciones en corto. En este caso, los agentes no demandan recursos sino unos valores determinados. Sin la existencia de un mercado de financiación colateralizada con valores sería imposible tomar posiciones en corto, ya que no se podría llevar a cabo el cumplimiento de la operación.

En este caso, el dinero entregado no corresponde a una financiación, sino al colateral de la transacción. Las posiciones en corto son un importante mecanismo de cobertura de riesgo de tasa de interés, más cuando no existe un mercado de derivados desarrollado. En este sentido, la posibilidad de obtener valores a cambio de dinero juega un papel determinante en las prácticas de administración de riesgos de cualquier tesorería.

1.3.3. OPERACIONES REPO, SIMULTÁNEAS Y TTV Y EL MERCADO DE DERIVADOS

Las operaciones repo, simultáneas y TTV son un instrumento importante para la profundización del mercado de derivados.

Estas operaciones permiten obtener los valores o recursos requeridos para cumplir operaciones sobre derivados. Adicionalmente, pueden ser usadas para aprovechar oportunidades de arbitraje entre el mercado de contado y el mercado de futuros. Estas operaciones permiten explotar diferenciales en las tasas de interés que llevan al incumplimiento del teorema de paridad del mercado de contado y de futuros (*spot-futures parity theorem*).

1.3.4. ESPECULACIÓN EN EL MERCADO DE REPOS, SIMULTÁNEAS Y TTV

Mediante operaciones repo, simultáneas y TTV los participantes pueden especular con la tasa de interés cobrada en estas operaciones (tasa repo), lo cual a su vez ayuda a la formación de precio y liquidez del mercado monetario.

Para esto los intermediarios pueden actuar como enajenantes y adquirientes para una misma fecha de maduración y sobre un mismo colateral con dos contrapartes distintas, a cambio de un margen.

Igualmente, los agentes podrían especular sobre la dirección de la tasa repo. En este caso, en vez de actuar como enajenante y adquiriente a una misma fecha

y obtener un margen, la entidad lleva posiciones contrarias con cumplimientos diferentes en función de su expectativa de tasa de interés.

En ambos casos, la realización de estas operaciones genera información para el intermediario que puede utilizarse para incrementar la rentabilidad de su portafolio e inyectarle liquidez al mercado, en especial cuando anticipa choques negativos.

Esta liquidez facilita la formación de precio de la tasa repo, con los consecuentes beneficios en materia de transmisión de la política monetaria, estabilidad de la tasa interbancaria y profundidad del mercado de derivados.

1.3.5. RELACIÓN ENTRE EL MERCADO MONETARIO Y LA POLÍTICA MONETARIA

Los bancos centrales utilizan las operaciones repo para el ejercicio de la política monetaria, y de esta forma influyen en la colocación de recursos por parte de las entidades financieras y envían señales al mercado sobre la tendencia de las tasas de interés de corto plazo de la economía.

Los bancos centrales utilizan los repos para realizar sus operaciones de mercado abierto (OMAS) y de esta forma controlar el dinero circulante en la economía. Como colateral de estas operaciones, los bancos centrales reciben unos valores, que generalmente corresponden a títulos emitidos por el propio país, como el caso de los TES.

***Prueba rápida*: describa la diferencia entre los repos y las simultáneas y TTV**

TABLA 1. REGULACIÓN DE REPOS, SIMULTÁNEAS Y TTV SOBRE ACCIONES EN COLOMBIA

Tema	*Fuente normativa*	*Repo*	*Simultánea*	*TTV*
Definición	Decreto 2555 de 2010, libro 36, título 3	El enajenante transfiere la propiedad al adquirente sobre valores a cambio del pago de una suma de dinero (monto inicial) y el adquirente al mismo tiempo se compromete a transferir al enajenante valores de la misma especie y	El enajenante transfiere la propiedad de valores al adquirente a cambio del pago de una suma de dinero (monto inicial). El adquirente se compromete a transferir al enajenante valores de la misma especie y	El originador transfiere la propiedad de los valores objeto de la operación al receptor, con el acuerdo de retransferirlos en la misma fecha o en una fecha posterior. Concomitantemente, el receptor transferirá al

Tema	*Fuente normativa*	*Repo*	*Simultánea*	*TTV*
		características a cambio del pago de una suma de dinero ("monto final") en la misma fecha o en una fecha posterior previamente acordada.	características a cambio del pago de una suma de dinero (monto final) en la misma fecha acordada.	originador la propiedad de otros valores o una suma de dinero de valor igual o mayor que el de los valores objeto de la operación.
Foro de negociación	Decreto 2555 de 2010, libro 36, título 3	Bolsas de valores, sistemas de negociación y OTC.		
	Resolución 400 de 1995	Prohibición para realizar cualquier operación sobre acciones en el OTC.		
Plazo	Decreto 2555 de 2010, libro 36, título 3	Máximo 1 año, o según lo defina el sistema de negociación o las partes.		
Valores objeto de la operación	Reglamento BVC	Todos los títulos de renta fija y acciones clasificadas como líquidas.	Todos los títulos de renta fija.	Todos los títulos de renta fija y todas las acciones.
Castigo sobre monto inicial	Decreto 2555 de 2010, libro 36, título 3	Puede tener descuento.	No puede tener descuento.	N/A
Garantías	Decreto 2555 de 2010, libro 36, título 3	Se debe constituir una garantía básica o inicial y una de variación o ajuste. La primera se debe formalizar de manera anticipada a la celebración de la operación y equivale al descuento castigo aplicado al valor objeto del intercambio inicial. La garantía de variación es aquella que puede ser requerida por el sistema de negociación.		
	Reglamento BVC	La regulación define los valores admisibles como colaterales de estas operaciones, dentro de los cuales se incluyen los TES, las acciones clasificadas como elegibles y dinero en efectivo, entre otras.		
Transferencia de propiedad y movilidad de valores	Decreto 2555 de 2010, libro 36, título 3	Puede haber restricciones.	No puede haber restricciones.	No puede haber restricciones.
	Reglamento BVC	Se transfiere la propiedad, pero se restringe su movilidad.	N/A	Se transfiere la propiedad y no se restringe la movilidad.

Tema	*Fuente normativa*	*Repo*	*Simultánea*	*TTV*
Derechos económicos	Decreto 2555 de 2010, libro 36, título 3	El adquiriente debe transferir el importe en la fecha en que tengan lugar estos pagos.	No existe tratamiento legal.	Si durante la vigencia de la operación los valores objeto de la misma pagan derechos económicos, el receptor los transfiere en la fecha de pago de los mismos. Si el receptor entregó valores en garantía, y los mismos pagan derechos económicos durante la vigencia de la operación, el originador debe entregarlos al receptor en la fecha de pago de los mismos.
	Reglamento BVC	Transfiere los derechos.		El día del cumplimiento las partes confirman los pagos de los derechos económicos.
Derechos políticos	Decreto 2555 de 2010, libro 36, título 3	El enajenante puede conservarlos siempre y cuando se prevea la inmovilización del título.	No se puede establecer que el enajenante conserve los derechos políticos porque no se pueden poner restricciones a la movilidad del título.	El originador cede los derechos políticos al receptor durante la vigencia de la operación.

2. VENTAS EN CORTO

2.1. ¿QUÉ SON LAS VENTAS EN CORTO?

Las ventas en corto se definen como la venta de un valor sobre el cual no se tiene titularidad. La operación se puede perfeccionar de forma cubierta o descubierta (*naked short sale*). La cubierta es aquella en la que con anterioridad a la operación el vendedor pide prestados los valores. Para cerrar su posición, el vendedor debe comprar los valores posteriormente y devolverlos al prestamista original. En el caso de las ventas al descubierto, el vendedor realiza la operación sin haber solicitado antes un préstamo de valores. Una vez realiza la venta, este debe comprar o pedir prestados los valores al mercado y entregarlos al comprador.

Recuadro 1

Venta en corto cubierta: venta de un valor sobre el cual no se tiene titularidad, pero que previamente el vendedor lo ha pedido prestado a un tercero.

Naked short sale: venta de un valor sobre el cual no se tiene titularidad y que el vendedor no lo ha solicitado en préstamo previamente.

Quien realiza una venta en corto, tanto cubierta como descubierta, tiene la expectativa de que el precio del valor objeto de la operación va a disminuir en el futuro. Mientras que un inversionista generalmente busca comprar valores a un precio bajo para después venderlos a un precio alto, un vendedor en corto desea vender a un precio elevado para después comprar barato y así obtener una utilidad.

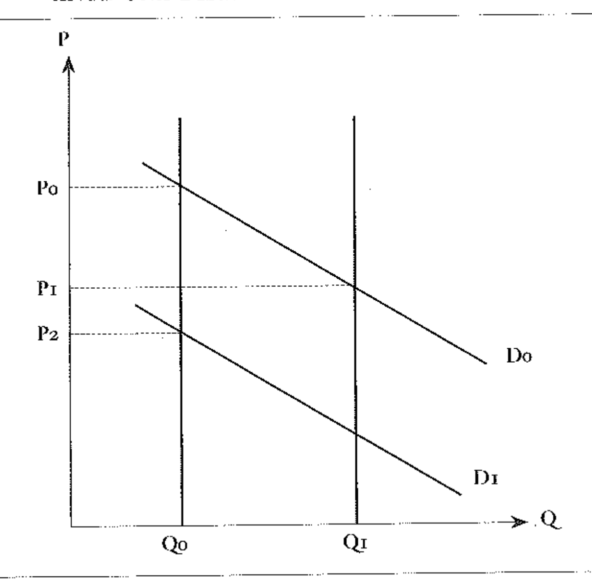
La figura 1 ilustra el efecto de las ventas en corto sobre los precios de los activos. Supongamos que la oferta de la acción AAA, que equivale al número de acciones en circulación, está representada por la línea Qo y que la demanda, que equivale al apetito de los inversionistas por la acción AAA, está representada por la línea Do. En equilibrio, el precio de la acción AAA es Po.

La realización de ventas en corto sobre la acción AAA generaría un aumento temporal en la oferta de Qo a Q1 y una disminución en el precio de Po a P1. Si la demanda de la acción AAA se mantiene inalterada, el efecto de las ventas en corto sobre el precio se eliminará una vez el vendedor en corto adquiera el monto de acciones necesarias para cumplir la venta y cerrar su posición. Cuando esto ocurra, la oferta y el precio vuelven a sus niveles de equilibrio, Qo y Po, respectivamente.

En este caso, el vendedor en corto vendió las acciones a un precio de P1 y posteriormente las compró a P1, con lo cual no obtuvo ninguna ganancia en la operación. Para que el vendedor en corto obtenga una utilidad es necesario que después de que se realice la venta en corto la demanda de la acción AAA se contraiga, por ejemplo de Do a D1, como se ilustra en la gráfica. Si este fuera el caso, ocurriría que cuando el vendedor en corto adquiera las acciones necesarias para cumplir la venta y cerrar su posición la oferta volvería a su nivel de equilibrio (Qo), pero el nuevo precio de equilibrio bajaría de Po a P2.

Con esto, la ganancia del vendedor en corto sería el equivalente a la diferencia entre el precio de la venta en corto (P1*(Q1-Qo)) y el precio de la compra de acciones para el cumplimiento (P2*(Q1-Qo)).

FIGURA 1. EFECTO DE LAS VENTAS EN CORTO EN EL PRECIO ANTE UNA DISMINUCIÓN DE LA DEMANDA



Por lo anterior, es posible afirmar que la realización masiva de ventas en corto sobre una acción significaría que existe una expectativa de que el precio de esa acción baje. Sin embargo, la realización de las ventas en corto no genera *per se* la disminución en el precio. Ello depende exclusivamente del comportamiento de la demanda, es decir de que efectivamente disminuya el apetito del mercado por esa acción.

Se estima que las ventas en corto representan el 20% del volumen negociado en las principales bolsas del mundo[6].

Recuadro 2

Las venta en corto genera una utilidad para quien las realiza solamente cuando la demanda de las acciones objeto de la venta se contrae luego de que se haya realizada la venta en corto.

6 Boehmer, E. y J. Wu. *Short selling and the informational efficiency of prices*, 2009.

Se calcula que en 2005 las ventas en corto sobre acciones representaban cerca del 31% y el 24% del volumen de negociación en NASDAQ y NYSE, respectivamente. Estudios más recientes estiman que este porcentaje asciende al 20% en las bolsas de países desarrollados (Boehmer et al. (2009)).

Tradicionalmente se ha encontrado que el volumen de cortos está concentrado en pocas especies. De acuerdo con Dechow et al. (2000), de una muestra de 34.037 acciones listadas en NYSE y AMEX (American Stock Exchange) entre 1983 y 1993, el 37% (15.632) no tuvo operaciones de ventas en corto. Del 63% (21.592) restante, la mayoría (21.028, equivalente al 97%) registró ventas en corto sobre menos del 5% de su flotante. En 2008 solo el 2% de las especies del S&P 500 habían registrado al menos una venta bajo esta modalidad[7].

2.2. ¿PARA QUÉ SIRVEN LAS VENTAS EN CORTO?

Las ventas en corto permiten adelantar estrategias de especulación y cobertura, y en general ayudan a promover la liquidez y la eficiencia de los mercados financieros vía una adecuada formación de precios.

En efecto, cuando los inversionistas realizan ventas en corto, los precios de los valores incorporan la visión optimista de su tenedor, quien naturalmente desea que el precio aumente; pero también la óptica menos optimista del vendedor en corto, quien considera que el precio debe disminuir[8].

La posibilidad de tener ambas visiones hace que los precios se ajusten con mayor agilidad ante posibles sobrevaloraciones, e incluso permite identificar oportunamente valores que pierden liquidez o su vocación de estar listados en bolsa[9].

En un escenario de precios a la baja, los agentes pueden asumir una posición en corto, especular de forma legítima y cubrir su portafolio oportunamente.

7 Financial Detectives. *Defending Shareholder Value by Demanding Accountability: A Primer about Short Selling*, Coalition of Private Investment Companies, 2009, disponible en: http://www.financialdetectives.org/?page_id=114

8 Discurso Statement at SEC Open Meeting and Dissent Regarding the Adoption of Amendments to Regulation SHO del Comissioner Troy A. Paredes de la Securities and Exchange Commission (SEC), Washington, D.C., 24 de febrero de 2010.

9 Este patrón se identificó, por ejemplo, en la Bolsa de Valores de Australia a mediados de los noventa (AITKEN et al., 1998) y en la Bolsa de Nueva York (NYSE) entre 1980 y 1986 (SENCHACK y STARCKS, 1993)) y entre 1976 y 2002 (ASQUITH et al., 2004). Utilizando las cifras de NASDAQ, entre 1988 y 1994, DESAI et al., 2002) encontró que las acciones con mayores ventas en corto tuvieron mayor probabilidad de retirarse de la bolsa.

En el caso de la especulación, los inversionistas que prevean una reducción en el precio de una determinada acción pueden actuar de forma inmediata vendiendo dichos valores. En el mismo sentido, quien ya posee una determinada acción y cree que el precio de la misma va a disminuir, puede cubrirse de la potencial pérdida mediante una venta en corto sobre el mismo valor por una cantidad equivalente a su posición.

Aunque los cortos tienden a concentrarse en coyunturas de precios a la baja, estas operaciones también son rentables en escenarios de recuperación económica, en la medida en que permiten beneficiarse de posibles arbitrajes. De esta manera, quienes tengan expectativas de precios mezcladas, pueden recurrir a los cortos para adelantar estrategias de *pairs trading* y obtener una utilidad por los cambios en los precios de los valores. *Pairs trading* es una estrategia de inversión mediante la cual se realiza un corto sobre un valor cuyo precio espera que vaya a disminuir, y al mismo tiempo, con el dinero que recibe por la operación, se compra un valor cuyo precio espera que aumentará. Si las expectativas cruzadas se cumplen, el vendedor obtiene como ganancia la diferencia de los precios de los valores involucrados.

Otra estrategia que permite el arbitraje mediante ventas en corto surge, por ejemplo, cuando existe una expectativa de una fusión de emisores. En este caso, un agente puede vender en corto las acciones de la empresa que hace la oferta de adquisición, creyendo que el precio de la misma va a caer, y al mismo tiempo asumir una posición larga en las acciones de la que podría ser absorbida, con la expectativa de que el precio de la misma se recupere después de la integración.

En varios países los cortos también han servido para profundizar los programas de creadores de mercado. Quienes cumplen este rol pueden recurrir a estas operaciones para la compra y venta intradía, especialmente de especies de baja liquidez, y contribuir a la liquidez del mercado.

2.3. ¿CUÁLES SON LOS RIESGOS DE LAS VENTAS EN CORTO?

Las ventas en corto pueden ser operaciones riesgosas, no solo por la pérdida potencial que enfrenta el vendedor, sino porque un uso indebido de las mismas puede generar una tendencia bajista de los precios y desatar una crisis sistémica.

Quien vende en corto se expone a un riesgo de pérdida en el momento de la recompra. Este riesgo se materializa en el evento en que el precio del valor objeto de la operación aumente, en vez de disminuir. Esta pérdida puede llegar

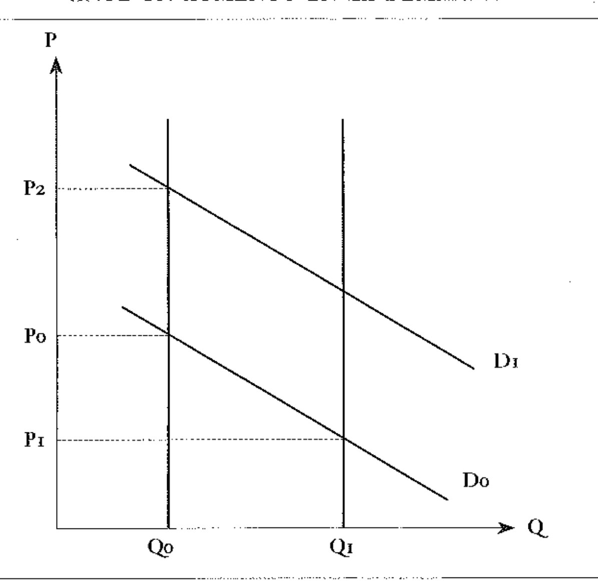
a ser infinita, ya que no existe tope máximo al precio que puede alcanzar una acción, mientras que la ganancia es limitada y su máximo se alcanza cuando el precio del valor es cero.

Dicho efecto se puede ilustrar mediante el ejemplo de la acción AAA. Supóngase de nuevo que la oferta y la demanda están representadas por las líneas Qo y Do, respectivamente. Como se muestra en la figura 2, el precio de equilibrio correspondería a Po.

Asumiendo que se realiza una venta en corto sobre la acción AAA, lo oferta se desplazaría temporalmente de Qo a Q1 y el precio bajaría de Po a P1. Lo anterior si, por factores fundamentales o ante la publicación de información relevante positiva sobre el emisor de la acción AAA, el apetito por dicha especie aumenta y en consecuencia la demanda se desplazaría de Do a D1.

En este escenario, el vendedor en corto debe adquirir las acciones necesarias para cumplir la venta y cerrar su posición a un precio P2, superior al precio de venta (P1), y en consecuencia incurriría en una pérdida.

FIGURA 2. EFECTO DE LAS VENTAS EN CORTO EN EL PRECIO ANTE UN AUMENTO EN LA DEMANDA



Los riesgos pueden ser mayores con las *naked short sales*. Estas operaciones pueden afectar la cadena de liquidación y cumplimiento del mercado y generar un incumplimiento generalizado, si los vendedores no logran reunir los valores necesarios para cerrar sus posiciones.

Este riesgo, sumado a la posibilidad de que los precios aumenten en el momento de la recompra, se acentúan aún más en el caso de los cortos sobre valores de baja liquidez. En este tipo de valores puede presentarse el fenómeno llamado *short squeeze*, en donde la misma necesidad de recomprar el valor para cerrar la operación eleva la demanda y presiona los precios al alza. Por esta razón, en algunos países las autoridades han restringido las ventas en corto sobre valores de baja liquidez[10].

Además de las consideraciones de riesgo, los cortos podrían ser utilizados como un mecanismo para incurrir en conductas abusivas de mercado. En particular, conductas de tipo *distort and short*, en las que los agentes realizan ventas en corto y luego divulgan rumores falsos buscando presionar artificialmente los precios a la baja, con el interés de obtener una ganancia en el momento de recomprar los valores.

Esta práctica se asocia especialmente con las ventas en corto descubiertas, ya que a través de estos instrumentos se puede llegar a vender más del 100% de las acciones en circulación. Esta situación llevaría a incumplimientos y afectaría la integridad del mercado.

Recuadro 3

En algunos casos las ventas en corto descubiertas han sido utilizadas de forma indebida para afectar la transparencia del mercado. En 2003, por ejemplo, la FSA multó por manipulación al inversionista Evolution Beeson Gregory Limited, al comprobar que su posición neta en corto equivalía al 252% de las acciones ordinarias de Room Service Group.

Estos riesgos tienden a exacerbarse para los cortos sobre acciones emitidas por entidades bancarias, dado que un intento de manipulación de las mismas podría generar desconfianza en los agentes y desatar corridas bancarias. Estas situaciones, sin embargo, dependen de la intención del sujeto y no de los medios por los cuales se realicen, y podrían ser predicables igualmente de las operaciones largas.

10 Financial Services Authority. *Short Selling*. Discussion Paper 09/1, 2009.

Aunque tradicionalmente los reguladores han discutido sobre la importancia de las ventas en corto, sus riesgos y las alternativas regulatorias para mitigarlas, estas discusiones tienden a revivirse cuando se presentan crisis económicas.

Recuadro 4

La reglamentación más antigua de las ventas en corto fue promovida por la Bolsa de Amsterdam en 1610, luego de que la compañía holandesa Dutch East India denunció el uso de estas operaciones para manipular su acción.

En la década de los noventa, 26 países tenían prohibidas las ventas en corto.

La quiebra de Bear Stearns y Lehman Brothers en 2008, así como la profundización de la crisis *subprime*, llevaron a que en cerca de 30 países se restringieran las ventas en corto y se implementaran mecanismos de revelación y control de sus precios a través de reglas de tipo *uptick rule*. Esta norma fue implementada por primera vez por Estados Unidos en 1938, como un control para evitar que las ventas en corto fueran utilizadas para manipular los precios de las acciones. En el apéndice de este capítulo se incluye una referencia sobre la evolución de la regulación en Estados Unidos referida a las ventas en corto.

Los estudios de evaluación de dichos controles concluyen que los mismos afectaron la liquidez del mercado, especialmente la de acciones de baja capitalización. Y recomiendan adoptar medidas alternativas, como la revelación de información y fortalecer la supervisión de estas operaciones para prevenir que las mismas sean utilizadas de forma indebida[11].

Recuadro 5

En 2009 IOSCO publicó sus recomendaciones para la regulación de las ventas en corto.

11 Para un resumen de los estudios publicados y sus recomendaciones ver A. M. Prieto. "Ventas en corto: discusión regulatoria y propuesta para Colombia", *Análisis. Revista del Mercado de Valores*, Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, n.° 1, 2010, disponible en: http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/revistaanalisised1.pdf

1. Controles para mitigar riesgo de incumplimiento
Definir normas de compensación y liquidación estrictas y procurar que todas las operaciones se cumplan dentro de los 3 días siguientes a la operación (t+3). En caso de incumplimiento, imponer penalidades y mecanismos de cierre obligatorio de posiciones abiertas (*buy-in y close-out*)

2. Evitar la manipulación
Adoptar regla para impedir que los precios sean presionados a la baja (*uptick rule*). Para que la medida sea eficiente, es necesario implementar un sistema de marcación (*flagging*).

3. Revelación de información al mercado y autoridades
Establecer reportes periódicos para aumentar la transparencia. Para evitar situaciones de tipo de *short squeeze*, la información puede ser divulgada de forma consolidada. El supervisor debe recibir información detallada.

4. Supervisión y disciplina
Fortalecer la disciplina en caso de abusos y facultades discrecionales para el supervisor para suspender la realización de ventas en corto (*circuit breakers*).

2.4. ¿CÓMO ESTÁN REGULADAS LAS VENTAS EN CORTO EN COLOMBIA?

Hasta 2014 las ventas en corto estaban definidas como aquellas operaciones cuyo objeto consiste en vender valores que se han obtenido el mismo día o en forma previa a la operación de venta en corto, a través de una operación de reporto o repo, simultánea o de transferencia temporal de valores (TTV)[12].

Esta definición se actualizó mediante la expedición del Decreto 2510 de 2014 y a partir de entonces esta operación se entiende como aquella venta de valores en que el vendedor no tiene la propiedad de los valores objeto de la operación en el momento de la misma. En todo caso, se requiere que a más tardar el mismo día de la celebración de la venta en corto el vendedor haya

12 Art. 2.9.13.1.1 del Decreto Único. Estas operaciones se reglamentaron por primera vez con la Resolución 746 de agosto de 1997 de la Sala General de la Superintendencia de Valores y la última modificación se hizo en 2008 con el Decreto 4808.

realizado las operaciones que sean necesarias para no dejar descubierta la venta en corto y asegurar así la posterior liquidación de la misma.

Hasta diciembre de 1997 la normatividad restringió el tipo de valores sobre los cuales se podía realizar una venta en corto; desde entonces y hasta 2014 no existió dicho limitante y el único control estaba relacionado con los precios de las operaciones. A partir de 2014, las bolsas de valores deben incluir en sus reglamentos los valores sobre los cuales podrán efectuarse las ventas en corto, teniendo en cuenta, entre otros criterios, la liquidez de los mismos.

Por su parte, y tal como se prevé en el artículo 2.9.13.1.3 del Decreto Único, el precio de las ventas en corto de acciones debe ser como mínimo igual al último precio de negociación registrado en bolsa y que haya marcado precio para la respectiva acción (*uptick rule*).

Desde 2014 igualmente se estableció que las ventas en corto deben ser marcadas como tales por parte del vendedor de las acciones en los sistemas de negociación.

Prueba rápida: **describa cómo funcionan las ventas en corto.**

CONCLUSIONES

En este capítulo hemos visto la importancia de las operaciones del mercado monetario para el desarrollo del mercado de capitales. Estos instrumentos sirven como mecanismo para optimizar la administración de los portafolios.

Las operaciones monetarias sirven para: hacer arbitrajes entre el mercado spot y el mercado de derivados, como instrumento de financiación y de política monetaria; facilitar el apalancamiento, y mejorar la formación de precios mediante la realización de las ventas en corto.

Resumen

• Las operaciones repo, simultáneas y de transferencia temporal de valores (TTV) son préstamos colateralizados que permiten al gobierno, las empresas y en general los inversionistas satisfacer sus necesidades de financiación de corto plazo, tanto de dinero como de valores.

• El mercado de préstamos colateralizados se divide en instrumentos de obtención de recursos, conocidos como *cash-driven* e instrumentos de obtención de valores, conocidos como *securities-driven*. Los repos son instrumentos *cash-driven*, las TTV son *securities-driven* y las simultáneas son neutras.

• Las ventas en corto ayudan a la formación de precios y en general a optimizar los portafolios. Los riesgos inherentes a estas operaciones exigen un adecuado marco regulatorio sobre las mismas.

Preguntas de repaso

1. ¿Para qué sirven las operaciones repo, simultáneas y TTV?
2. ¿En qué se diferencian las repo de las simultáneas?
3. ¿Qué es una venta en corto y cuáles son sus riesgos?
4. ¿Qué clase de ventas en corto se pueden realizar en Colombia y sobre qué tipo de valores?

APÉNDICE

Problemas

El 12 de agoto de 2011 el WSJ publicó un artículo titulado "Bans imposed on some European short selling" (disponible en: http://online.wsj.com/article/SB10001424053111904823804576502860750328404.html). El artículo informa que Francia, Italia, España y Bélgica restringirían la realización de ventas en corto para mitigar la volatilidad de sus mercados financieros. ¿Es esta una medida efectiva?, ¿qué ventajas y qué desventajas tiene?

Conceptos de la Superintendencia Financiera de Colombia y del Autorregulador del Mercado de Valores aplicables

- Concepto n.º 2006029478-002 del 28 de septiembre de 2006 de la Superintendencia Financiera de Colombia sobre las ventas en corto.
- Documento de Política del Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia sobre las ventas en corto (disponible en: www.amvcolombia.org.co).

Evolución de la regulación de las ventas en corto en Estados Unidos

La crisis de 1929 sembró en las autoridades de Estados Unidos la preocupación de que las ventas en corto fueran utilizadas para manipular el mercado. En 1938 la SEC adoptó la Regla 10a-1, comúnmente conocida como *uptick rule*.

Esta norma solo permitía que las ventas en corto[13] se realizaran a un precio igual o mayor al de la última transacción, con lo cual se buscaba prevenir caídas generalizadas en los precios (*bear ride*).

La posibilidad de que las ventas en corto descubiertas terminaran generando un incumplimiento sistémico llevó a la SEC a implementar la Regulación SHO en julio de 2004. Esta regla exigió además que las operaciones fueran marcadas como "corto" o "largo" (regla 200(g)) e impuso las siguientes disposiciones para minimizar el riesgo de incumplimiento (regla 203):

- Requerimiento de ubicación (*locate requirement*): al realizar una venta en corto al descubierto el intermediario debe tener elementos razonables para creer que podrá tomar prestado el valor necesario para cumplir la operación. Para ello deberá ubicar el título (*locate*) o realizar un acuerdo de préstamo de buena fe (*bona fide agreement*) y documentarlo.
- Requerimiento de cierre (*close-out requirement*): las acciones que registren un incumplimiento por 5 días consecutivos de 10.000 acciones o más, y cuando esto represente al menos el 0.5% de las acciones en circulación de dicha especie, serán clasificadas como *threshold security*[14]. Si esta condición se mantiene por 10 días consecutivos, los intermediarios deben cerrar las posiciones abiertas que tengan sobre dichas acciones (*open fails* o *failure-to-deliver positions*).

Para cerrar la posición, el intermediario puede entregar acciones de similares características. En todo caso, hasta cumplir la operación, la entidad no podrá realizar ventas en corto descubiertas sobre la acción en cuestión. Luego del cumplimiento, la acción se mantiene clasificada como *threshold security* por 5 días más.

Los estudios indican que la regulación SHO logró reducir los incumplimientos en un primer momento. En enero de 2005 el número mensual de acciones incumplidas y clasificadas como *threshold security* era de 423, mientras que en agosto de 2006 esta cifra bajó a 231. Sin embargo, la tendencia se revirtió a finales de 2006 y la lista de *threshold security* empezó a crecer de forma sostenida.

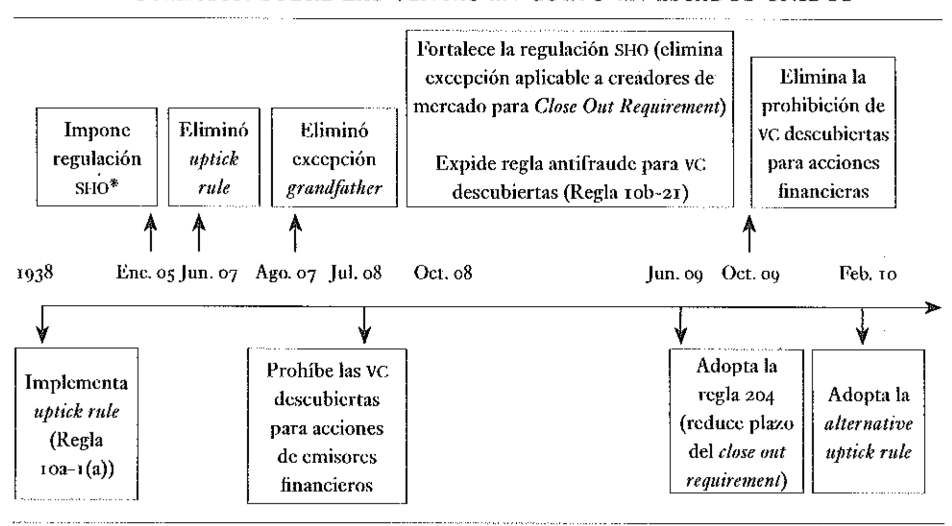
13 En Estados Unidos la venta en corto se define como una venta de un valor sobre la cual no se tiene titularidad o que será tomada prestada para el cumplimiento de la operación (Rule 3b-3 –NASD: Rule 3350).

14 Los organismos de autorregulación también podrán definir una lista de acciones que consideren como *threshold security*.

En agosto de 2007 la SEC optó por eliminar una de las tres excepciones que contemplaba la regulación SHO frente al requerimiento de cierre y que se conocía como *grandfather exception*[15]. Al parecer, algunos agentes aprovecharon la figura para mantener incumplimientos por largos periodos. Durante el año 2005, el 48% de los incumplimientos correspondían a posiciones cobijados por dicha excepción.

En junio de 2007, la SEC eliminó el *uptick rule* luego de casi 70 años de vigencia. Esta decisión se basó en estudios que mostraron que dicho control no era efectivo para limitar la caída de los precios y que, en cambio, afectaba la liquidez del mercado (Angel (1997) y Alexander y Peterson (1999)). Evaluaciones recientes han identificado que la eliminación de esta regla aumentó el volumen de operaciones (Diether et al. (2009)) (ver figura a continuación).

REGULACIÓN SOBRE LAS VENTAS EN CORTO EN ESTADOS UNIDOS



El 15 de julio de 2008, cuando la crisis *subprime* empezaba a ocasionar fuertes volatilidades en los precios de las acciones, la SEC prohibió por 30 días los cortos descubiertos sobre 19 emisores financieros[16] y obligó la aplicación del

15 La excepción aplicaba a incumplimientos que hubieran ocurrido antes del 3 de enero de 2005, fecha de implementación de la regulación, o que hubieran tenido lugar habiendo ocurrido después de ese día pero aún no catalogados como *threshold securities*.

16 Dentro de la lista se encontraban: Bank of America, Citigroup, Goldman Sachs, HSBC, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Freddie Mac y Fannie Mae.

requerimiento de cierre *close-out requirement* para el día siguiente al incumplimiento (t+4), y no de 10 días como originalmente lo preveía la regla SHO (t+13). Eliminó además la excepción del *close-out requirement* para los creadores de mercado de opciones financieras (regla 203(b)(3)) y creó la regla antifraude 10b-21 buscando evitar que se vendiera en corto sin la intención de cumplir la operación a tiempo.

El 17 de septiembre de 2008 expidió una segunda orden de emergencia con el objeto de ampliar el alcance de la restricción a todas las posiciones que estuvieran pendientes de cumplir (regla 204T).

En julio de 2009, la SEC anunció que empezaría a revelar información del volumen de ventas en corto para aumentar la transparencia de estas operaciones[17]. Ese mismo día adoptó la regla 204 de forma permanente, con lo cual quien incumpla una operación debe cerrar la posición el día inmediatamente siguiente, es decir en t+4.

El 24 de febrero de 2010 la SEC adoptó la *alternative uptick rule* (regla 201), según las cual si el precio de una acción disminuye en un 10% o más frente al precio de cierre del día anterior, se dispara un *circuit breaker*, consistente en que las ventas en corto realizadas durante lo que resta de la jornada y el día siguiente solo se pueden ejecutar por encima del último mejor precio nacional (*national best bid*)[18]. Estimaciones de la SEC indican que esta restricción afecta solamente a cerca del 4% de las acciones que se negocian en Estados Unidos.

La *alternative uptick rule* ha sido criticada por la industria e incluso por algunos funcionarios de la SEC, quienes opinan que este tipo de controles no impiden que los precios de las acciones caigan y que, por el contrario, elevan los costos de negociación[19].

La regulación SHO también ha sido discutida. Algunos analistas opinan que el requerimiento de ubicación previsto en esta normatividad no es efectivo para prevenir el incumplimiento de las ventas en corto, en la medida en

17 En el siguiente enlace está disponible información mensual de las ventas en corto: http://www.sec.gov/answers/shortsalevolume.htm

18 Los sistemas de negociación deben informar la aplicación del *alternative uptick rule*.

19 Discurso Statement at SEC Open Meeting and Dissent Regarding the Adoption of Amendments to Regulation SHO del Comissioner Troy A. Paredes de la Securities and Exchange Commission (SEC). Washington, D.C., Feb. 24, 2010, disponible en: http://www.sec.gov/news/speech/2010/spch022410tap-shortsales.htm (2007) Economic Analysis of the Short Sale Price Restrictions Under the Regulation SHO Pilot. Office of Economic Analysis, Securities and Exchange Commission, disponible en: http://www.sec.gov/news/studies/2007/regshopilot020607.pdf

que no exige la tenencia de las acciones. En efecto, la SEC prevé que los valores objeto de la venta en corto estén en listados de acciones disponibles para prestar, pero no obliga a que estos sean separados o bloqueados. Al no existir un preacuerdo de préstamo o el préstamo real de los valores, el día del cumplimiento puede existir un mayor número de ventas en corto que acciones en circulación[20].

REFERENCIAS

AITKEN, M. J., A. FRINO, M. S. MCCORRY y P. L. SWAN. "Short sales are almost instantaneously bad news: Evidence from the Australian Stock Exchange", *Journal of Finance*, 1998.

ASQUITH, P. y L. MOELBROEK. *An empirical investigation of short interest*, Working Paper, Harvard University, 1996.

ASQUITH, P., P. A. PATHAK y J. R. RITTER. *Short Interest and Stock Returns*, 2004.

BEBER y M. PAGANO. *Short selling bans around the world: Evidence from the 2007-09 crisis*, Centre for Studies in Economics and Finance, WP n.° 241, 2010.

BOEHMER, E. y J. WU. *Short selling and the informational efficiency of prices*, 2009.

BRANSON, D. M. *Nibbling at the edges - Regulation of short selling: Stock borrowing and restoration of an uptick rule*, University of Pittsburgh Legal Studies Research Paper n.° 2009-10, 2009.

BRIS, A. *Short selling activity in financial stock and the SEC July 15th Emergency Order*, Report, IMD, 2008.

BRIS, A. y N. ZHU. *Short-Sales In Global Perspective*. Yale ICF Working Paper n.° 04-01, 2003.

BRIS, A., W. GOETZMANN y N. ZHU. "Efficiency and the Bear: Short sales and market around the world", *Journal of Finance*, 2007.

20 *Regulation SHO: Recent actions appear to have initially reduced failures to deliver, but more industry guidance is needed.* United States Government Accountability Office. Report to the Congressional Requesters, May 2009.

CHOUDHRY, M. *The Repo Handbook*, 2.ª ed., Elsevier, 2010.

DECHOW, P. M., A. P. HUTTON, L. MOELBROEK y R. G. SLOAN. "Short sellers, fundamental analysis and stock returns", *Journal of Financie Economics*, 2000.

DESAI, H., K. RAMESH, S. R. THIAGARAJAN y B. V. BALACHANDRAN. "An investigation of the informational role of short interest in the Nasdaq market", *Journal of Finance*, vol. 57, n.º 5, 2002.

FAULKNER, M. *Introducción al préstamo de valores. Spitalfields Advisors*, 2006.

Financial Detectives. *Defending Shareholder Value by Demanding Accountability: A Primer about Short Selling*, Coalition of Private Investment Companies, 2009.

Financial Services Authority. Discussion Paper 17 Short Selling, 2002.

Financial Services Authority. *Short Selling*. Discussion Paper 09/1, 2009.

GRUENEWALD, S., A. WAGNER y R. WEBER. *Short Selling Regulation after the Financial Crisis – First Principles Revised,* Swiss Finance Institute, Research Paper Series n.º 09-29, 2009.

IOSCO. *Regulation of short selling – Final Report*, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, 2009.

MATTAROCCI, G. y G. SAMPAGNARO. *The Efficacy of Short Selling Restrictions: Evidences from Italy in Post-Lehman Turmoil*, 2010.

PRIETO, A. M. "Ventas en corto: discusión regulatoria y propuesta para Colombia", *Análisis del Mercado de Valores*, n.º 1, Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, 2010.

Regulation SHO: Recent actions appear to have initially reduced failures to deliver, but more industry guidance is needed, United States Government Accountability Office, Report to the Congressional Requesters, May 2009.

SEC. *Practices Related to Naked Short Selling Complaints and Referrals*, Office of Inspector General, Office of Audits, Report n.º 450, 2009.

SEC's Office of Economic Analysis Memorandum. *Impact of Recent SHO Rule Changes on Fails to Deliver*, Nov. 2009.

SENCHACK, A. J. y L. T. STARKS. "Short sale restrictions and market reaction to short interest announcement", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 28, n.º 2, 1993.

Short selling. Feedback on DP17, FSA, 2003.

PÁGINAS WEB

http://www.sec.gov/spotlight/shortsales.shtml: en esta sección de la página web de la Securities and Exchange Commission se encuentra la regulación, publicaciones y estadísticas sobre las ventas en corto en Estados Unidos.

http://www.cliffordchance.com

BLOGS Y PODS

MarketBeat, WSJ Blogs: http://blogs.wsj.com/marketbeat/

Project Syndicate: http://www.project-syndicate.org/

CARLOS FRADIQUE MÉNDEZ*

Derivados financieros

Colombia ha sido un destino altamente atractivo para inversionistas internacionales durante la última década. Según cifras del Banco de la República, en el primer semestre de 2017 ingresaron al país por ese concepto US$ 5.199 millones, lo cual implica una disminución en la inversión extranjera directa[1]. No obstante esta disminución, históricamente Colombia ha sido un importante receptor de inversión extranjera en todos los sectores de la economía.

El mercado ha crecido igualmente con la diversificación y sofisticación de los productos financieros. A este respecto es importante resaltar los avances legislativos que se han presentado en los últimos años y que son en gran medida los que han facilitado el auge del mercado de valores colombiano al igual que el mercado de *derivados financieros* (estandarizados y *Over the Counter*, OTC). En efecto, con la expedición de la Ley 964 de 2005 se logró mejorar y consolidar el marco regulatorio del mercado de valores, incluyendo el marco regulatorio del mercado de derivados estandarizados.

Adicionalmente, con la expedición de la Ley 1328 de 2009, Reforma Financiera, se permitió la aplicación de cláusulas tradicionalmente utilizadas en otras jurisdicciones en materia de instrumentos financieros derivados no

---

* Abogado de la Universidad del Rosario, especialista en Legislación Financiera de la Universidad de los Andes, diplomado en Derecho Internacional para el Desarrollo del Instituto de Derecho para el Desarrollo de la Universidad de Roma, máster en Negocios Internacionales de la Universidad de Ottawa y en Derecho Internacional Financiero de la Universidad de Boston. Abogado en Colombia, admitido en el Estado de Nueva York. Socio de Brigard & Urrutia Abogados, a cargo, entre otros, de los equipos de Mercado de Capitales y Regulación de Valores, Cambiario, Derivados y Productos Estructurados y Bancario y Servicios Financieros. Su ejercicio profesional se concentra en regulación y transacciones locales e internacionales de mercado de capitales, finanzas corporativas y estructuradas, financiación de proyectos de infraestructura y banca de inversión. Ha sido abogado asociado en la firma Shearman & Sterling en Nueva York y fue jefe de la Oficina Jurídica del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Dirección del Tesoro Nacional. Conferencista en foros locales e internacionales y profesor de la materia en posgrados y programas especializados. Miembro de la Cámara Disciplinaria del Autorregulador del Mercado de Valores y de juntas directivas, comités asesores y comités de vigilancia en emisores y estructuras de mercado de valores. El autor agradece la colaboración de Juan Eduardo Gómez Londoño, abogado de Brigard & Urrutia Abogados, en la actualización del presente capítulo.

1 Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos, Sector Externo. *Evolución de la balanza de pagos y posición de inversión internacional*, Bogotá, 2017, disponible en: http://www.banrep.gov.co/sites/default/files/ibp_enc_jun_2017.pdf Última consulta: 10/10/2017.

estandarizados u OTC, poniendo a la legislación local en igualdad de condiciones con jurisdicciones extranjeras que protegen y reconocen los *eventos de insolvencia* como eventos que permiten la *terminación anticipada, compensación y liquidación* de las operaciones con derivados. Al respecto, vale la pena tener en cuenta que el Decreto 4765 de 2011 establece las reglas de registro para efectos de ejercer los derechos de terminación anticipada, liquidación y compensación de operaciones con derivados contenidos en el artículo 74 de la Ley 1328.

I. CARACTERÍSTICAS FUNDAMENTALES DE LOS DERIVADOS FINANCIEROS

1.1. DEFINICIÓN

Los instrumentos financieros derivados son operaciones cuya principal característica consiste en que su precio justo de intercambio depende de uno o más activos subyacentes y su cumplimiento o liquidación se realiza en un momento posterior a la celebración de la operación.

De acuerdo con lo anterior, un instrumento financiero derivado permite la administración o asunción de uno o más *riesgos* asociados a los subyacentes de los cuales depende el derivado. Asimismo, dos elementos característicos de un instrumento financiero derivado son (i) que no requiere una inversión neta inicial y (ii) que requiere una inversión neta inicial inferior a la que se necesitaría para adquirir instrumentos que provean el mismo pago esperado como respuesta a cambios en los factores de mercado.

El subyacente de un derivado financiero es una variable directamente observable, tal como un activo, un precio, una tasa de cambio, una tasa de interés o un índice, que sirve de base para la estructuración y liquidación de un instrumento financiero derivado.

El precio justo de intercambio del derivado es aquel precio por el cual un comprador y un vendedor están dispuestos a transar el correspondiente instrumento financiero derivado, de acuerdo con las características particulares del instrumento o producto, dentro de las condiciones prevalecientes del mercado en la fecha de negociación determinada.

1.2. CLASES DE DERIVADOS

Existen diversas clasificaciones de derivados. Por ejemplo, las normas financieras, en particular la Circular Básica Contable y Financiera (Circular Externa 100

de 1995), expedida por la Superintendencia Bancaria de Colombia (hoy Superintendencia Financiera de Colombia), clasifica los instrumentos financieros derivados en dos grandes categorías (siendo esta la clasificación más común), a saber: (i) los derivados básicos ("*plain vanilla*")[2] y (ii) los derivados exóticos.

No obstante, es igualmente posible clasificar estos productos en función del subyacente sobre el cual recaiga el producto, por ejemplo, en (i) derivados financieros y (ii) derivados sobre *commodities* o productos básicos y (iii) derivados de crédito.

Según la Circular Básica Contable y Financiera, los primeros representan cualquier contrato que genere un activo financiero en una entidad y, al mismo tiempo y como contrapartida, genere un pasivo financiero o un instrumento de capital para la contraparte del contrato. Los derivados sobre *commodities* (o productos básicos), a su turno, son aquellas operaciones cuyo activo subyacente es el precio de productos básicos.

Adicionalmente, según el numeral 2.6 del capítulo XVIII de la Circular Básica Contable y Financiera, los derivados de crédito son instrumentos que permiten a una parte transferir a otra el riesgo de crédito de uno o varios activos a los que se está o no expuesto, sin vender o negociar dichos activos, e incluso transferir a una contraparte el riesgo inherente a operaciones de crédito otorgadas a terceros.

El riesgo de crédito transferido o mitigado está determinado por los eventos de crédito recogidos en el contrato contentivo de la operación. Igualmente, además del riesgo de crédito de uno o varios activos u operaciones de crédito que se transfieren a una contraparte, también se presentan comúnmente derivados de crédito en los cuales el riesgo recae específicamente sobre el riesgo de *default* de una entidad en particular.

Este tipo de derivados tienen como propósito aislar el riesgo crediticio de los otros riesgos que puede tener un activo o una entidad (como por ejemplo riesgos inherentes al mercado) y transferir ese riesgo a otra parte, a cambio del pago de una prima fija. A su vez, la contraprestación que recibe la parte

2 De acuerdo con lo establecido en la Circular Básica Contable y Financiera, son derivados básicos los siguientes: (i) los *forwards*, (ii) los futuros, las permutas financieras básicas ("*swaps* genéricos"), (iii) las opciones europeas y (iv) los derivados que se transen en bolsas, sistemas de negociación de valores o aquellos que se compensen y liquiden en sistemas de compensación y liquidación de valores. De otra parte, la Circular dispone que son derivados exóticos todos aquellos instrumentos que no se enmarquen dentro de la definición de los derivados básicos, como por ejemplo las opciones americanas, asiáticas, bermuda, y los *swaps* asociados con riesgo crediticio.

que ha transferido el riesgo de crédito está sujeta a una contingencia incierta (la ocurrencia de un evento crediticio, es decir, que la entidad de referencia incurra en un evento de *default*) y el valor de la misma está determinado por la posibilidad de que el evento de crédito ocurra.

El derivado de crédito refleja la valoración que hace el mercado sobre la posibilidad de que la entidad de referencia incurra en un evento crediticio y/o el valor que se espera que tengan los activos de la entidad de referencia en caso de que se presente ese evento.

Según la Circular Básica Contable y Financiera, se consideran derivados de crédito las permutas de incumplimiento ("*credit default swaps*"), los "*total return swaps*" con rendimientos dependientes de un riesgo crediticio de un tercero, las opciones y los *forward* sobre el *spread* de crédito, los contratos de primer incumplimiento ("*first to default*") y los contratos de segundo incumplimiento ("*second to default*"), entre otros[3].

I.3. FORMAS DE CUMPLIMIENTO

Los instrumentos financieros derivados también pueden clasificarse de acuerdo con la forma de cumplimiento de las operaciones. En este sentido, se diferencian las operaciones de cumplimiento efectivo y las operaciones de cumplimiento financiero, siendo estas últimas las más comunes tanto en el mercado estandarizado como en el mercado OTC.

Así, las operaciones de cumplimiento efectivo son aquellas en las cuales las partes se comprometen a la entrega física o material de los activos subyacentes sobre los cuales recaen las correspondientes operaciones de derivados. Por el contrario, las operaciones con instrumentos financieros derivados con cumplimiento financiero son aquellas en las cuales las partes se comprometen a pagar únicamente la diferencia entre (i) el precio del subyacente pactado en el momento de la operación y (ii) el precio del activo en el momento del cumplimiento de las mismas.

3 Es importante tener en cuenta que la celebración de operaciones de derivados de crédito (p. ej., *credit default swaps*) se encuentra restringida por las normas cambiarias, en particular por la Circular Reglamentaria Externa DODM-144 expedida por el Banco de la República. En esta medida, únicamente las entidades financieras pueden celebrar *credit default swaps* con contrapartes del exterior que realicen este tipo de operaciones de manera profesional y que tengan calificación de grado de inversión y cumplan con los requisitos establecidos en la sección 3.2 de la Circular DODM-144.

I.4. PROPÓSITO DE LAS OPERACIONES

La Circular Básica Contable y Financiera distingue tres propósitos con los cuales pueden realizarse operaciones de derivados. Estos son: (i) cobertura, (ii) especulación y (iii) arbitraje.

Según lo establecido en la Circular, los derivados de cobertura son realizados con el fin de cubrir una posición primaria[4] de eventuales pérdidas ocasionadas por movimientos adversos de los factores de mercado o de crédito que afecten dicho activo, pasivo o contingencia. Es decir, las operaciones de derivados celebradas con propósitos de cobertura pretenden limitar o controlar alguno o varios de los riesgos financieros generados por la posición primaria objeto de cobertura.

De esta manera, las operaciones de derivados con fines de cobertura permiten a los agentes cubrirse de los riesgos inherentes a las variaciones del mercado con respecto al precio de los activos negociados Así, por ejemplo, los derivados financieros le permiten a un determinado agente del mercado disminuir el riesgo asociado a las fluctuaciones del precio del dólar en el mercado en un momento determinado.

En oposición a las operaciones de derivados con fines de cobertura, las operaciones con fines de especulación son todas aquellas que no se enmarcan dentro de las primeras y no cumplen con todos los requisitos de las operaciones de cobertura (p. ej., parámetros de contabilización de las operaciones).

En efecto, las operaciones con fines de especulación buscan generar una ganancia, valiéndose de las fluctuaciones del precio de los activos en el mercado.

Por último, las operaciones de derivados celebradas con fines de arbitraje conllevan en sí mismas una estrategia que combina compras y ventas de instrumentos financieros buscando generar utilidad a cero costo y sin asumir riesgos de mercado.

El arbitraje está determinado por las variaciones de los diferentes mercados en los cuales un determinado agente puede transar operaciones, y que permiten obtener alguna ganancia para los agentes. De esta manera, si el proceso de

4 Según el la Circular Básica Contable y Financiera, se entiende como tal la exposición a un determinado riesgo generada por: i) un activo o pasivo, ii) una porción de un activo o de un pasivo, iii) un compromiso en firme aún no reconocido en el balance para comprar o vender un activo a un precio fijo, o una contingencia altamente probable, iv) un portafolio de activos o de pasivos o de compromisos en firme, siempre que tengan características de riesgo similares, o v) un activo o pasivo en moneda extranjera.

formación de precios es más eficiente en un mercado que en otro, los agentes comprarán activos en aquel mercado en el que el precio es menor (formación de precios más eficiente) para, posteriormente, venderlos en el otro mercado a un precio más alto y generar su utilidad sin incurrir en ningún riesgo.

2. DERIVADOS ESTANDARIZADOS VS. DERIVADOS OTC

Teniendo en cuenta los elementos fundamentales de los instrumentos financieros derivados y las posibles clasificaciones que se pueden hacer de los mismos (*i.e.*, forma de cumplimiento, propósito, etc.), se pueden diferenciar dos grandes mercados en los cuales se transan las operaciones de derivados: el mercado de derivados estandarizados y el mercado mostrador u OTC.

2.1. DERIVADOS ESTANDARIZADOS

Los derivados estandarizados se caracterizan principalmente por ser contratos que se ejecutan en el marco de sistemas de negociación y registro altamente regulados. La Bolsa de Valores de Colombia se encarga de la administración de dichos sistemas de negociación y registro, preestableciendo las características de cada uno de los contratos. De esta manera, cuando los agentes celebren operaciones a través de estos sistemas, las condiciones contractuales serán las mismas para todos.

2.1.1. APLICACIÓN DE LAS NORMAS SOBRE VALORES A LOS DERIVADOS ESTANDARIZADOS

Por regla general, los derivados financieros no son considerados como valores. Sin embargo, la Ley 964 de 2005 establece algunos casos en los que ciertos productos derivados reciben el tratamiento de los valores.

El parágrafo 3.° del artículo 2.° de la Ley 964 de 2005 prevé:

> Lo dispuesto en la presente ley y en las normas que la desarrollen y complementen será aplicable a los derivados financieros, tales como los contratos de futuros, de opciones y de permuta financiera, siempre que los mismos sean estandarizados y susceptibles de ser transados en las bolsas de valores o en otros sistemas de negociación de valores. Los productos a que se refiere el presente parágrafo solo podrán ser ofrecidos al público previa su inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores.

Lo anterior es relevante desde el punto de vista regulatorio y de ejecución de las operaciones, en la medida en que, al recibir el tratamiento de un valor (tal y como está definido en el artículo 2.° de la Ley 964 de 2005), el ofrecimiento y realización de operaciones de derivados estandarizados se considerará como una actividad de intermediación del mercado de valores. En consecuencia, quienes ejerzan estas actividades deberán cumplir con los deberes y obligaciones propios de los intermediarios del mercado de valores.

2.1.2. CUMPLIMIENTO DE OPERACIONES A TRAVÉS DE SISTEMAS DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN

De acuerdo con el artículo 2.13.1.1.11 del Decreto 2555 de 2010, la realización de operaciones de derivados a través de los sistemas de compensación y liquidación de operaciones autorizados o por intermedio de una cámara de riesgo central de contraparte (CRCC) (reguladas los artículos 2.13.1.1.1 y siguientes del Decreto 2555 de 2010) implica el cumplimiento del principio de finalidad de las operaciones, definido en el artículo 10.° de la Ley 964 de 2005.

La Bolsa de Valores de Colombia ha venido haciendo los ajustes necesarios a los reglamentos que ordenan el mercado de valores, incluyendo, entre otros, el mercado de derivados estandarizados.

De acuerdo con el Reglamento General del Mercado de Derivados de la Bolsa de Valores de Colombia S.A., las diversas etapas de ejecución de los contratos de derivados estandarizados tienen diferentes escenarios dependiendo del proceso que se adelante. Así las cosas, la etapa de negociación y registro de las operaciones se debe realizar a través del Sistema Transaccional del Mercado de Derivados (Xstream), de la Bolsa de Valores de Colombia. Por su parte, la etapa de compensación y liquidación de las operaciones se adelanta a través de la cámara de riesgo central de contraparte.

Como administrador del mercado de derivados estandarizados de Colombia, la Bolsa de Valores de Colombia tiene la obligación de crear un comité técnico del mercado de derivados que, según lo establecido en el Reglamento General del Mercado de Derivados de la Bolsa de Valores de Colombia, se encargue, entre otras cosas, de "estudiar las condiciones estandarizadas respecto de cada uno de los contratos de derivados y formular sugerencias a la Bolsa sobre aspectos tales como la cantidad o monto del contrato, plazo o vencimiento, activo subyacente, precio, forma y condiciones de liquidación".

2.1.3. PRINCIPIOS APLICABLES A LAS OPERACIONES DE DERIVADOS ESTANDARIZADOS

Por recibir el tratamiento de valores, los derivados estandarizados tienen ciertas características especiales. Algunas de estas características se refieren al tratamiento especial del cual gozan las garantías otorgadas para asegurar el cumplimiento de las operaciones realizadas en el mercado organizado. Este tratamiento especial consiste básicamente en que las garantías no podrán ser objeto de reivindicación ni de medidas cautelares judiciales ni administrativas una vez que sean entregadas a un sistema de compensación y liquidación de operaciones. En consecuencia, las garantías entregadas tienen una protección especial que garantiza que ellas estarán disponibles hasta que se cumplan todas y cada una de las operaciones que respaldan.

Adicionalmente, en virtud de la protección especial de que gozan este tipo de operaciones, independientemente de una eventual notificación respecto de la adopción de una medida cautelar, iniciación de un proceso de insolvencia u orden de suspensión de pagos con respecto a alguna de las partes, si la orden de transferencia de dinero o de valores asociada a la operación ha sido aceptada por el administrador del sistema de compensación y liquidación de operaciones sobre valores o por una cámara de riesgo central de contraparte, el procedimiento de compensación y liquidación de las transacciones deberá llevarse hasta el fin y no podrá ser suspendido por la adopción de dichas medidas.

En consecuencia, una vez que una orden es aceptada por el sistema, la misma se encuentra protegida de tal forma que ningún juez o autoridad administrativa tiene la facultad para revocar, interrumpir o detener el cumplimiento de las operaciones.

2.2. DERIVADOS OTC

En relación con el mercado mostrador (o mercado OTC), sus participantes son, principalmente, (i) grandes instituciones financieras, (ii) empresas del sector real, (iii) el Banco de la República y (iv) entidades del exterior, siempre que cumplan con los requisitos establecidos en la Circular Reglamentaria Externa DODM-144 del Banco de la República, que en la sección 2.ª dispone quiénes son considerados agentes del exterior autorizados[5] y los requisitos que estos deben cumplir para celebrar operaciones de derivados con contrapartes colombianas.

5 Sección 2.ª Circular Reglamentaria Externa DODM-144 del Banco de la República: (i) Los agentes del exterior autorizados para realizar operaciones de derivados de manera profesional con los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) señalados en el Numeral 1 del Artículo 59 de la Resolución 8/00, son los no residentes que tengan suscrito con el IMC un contrato marco para celebrar operaciones de derivados en el mercado mostrador, conforme a lo dispuesto por la Superintendencia Financiera de Colombia en la Circular Básica Contable y Financiera. (ii) Los agentes del exterior autorizados para realizar operaciones de derivados de manera profesional con los residentes, distintos de los IMC señalados en el Numeral 1 del Artículo 59 de la Resolución 8/00, son los no residentes (incluidas las cámaras de compensación y liquidación del exterior) que hayan realizado operaciones de derivados en el año calendario inmediatamente anterior a la operación por un valor nominal superior a mil millones de dólares de los Estados Unidos de América (USD 1.000.000.000).

Por otro lado, teniendo en cuenta que la negociación de las operaciones de derivados OTC se lleva a cabo de manera bilateral y por lo tanto no hay un espacio físico en el cual se adelanten dichas negociaciones, como consecuencia de la creación y entrada en funcionamiento de la CRCC (conforme a lo establecido en el artículo 2.13.1.1.1 del Decreto 2555, antes Decreto 2893 de 2007), se crea un espacio para la compensación y liquidación de las operaciones de derivados realizadas en el mercado mostrador entre contrapartes locales.

En efecto, el Reglamento de la CRCC permite que las partes acuerden conjuntamente la posibilidad de llevar las operaciones OTC a la CRCC para que sean compensadas y liquidadas a través de la misma. Dicho acuerdo puede llevarse a cabo (i) mediante la introducción de una cláusula especial en el contrato marco, en virtud de la cual las partes acuerdan previamente la posibilidad de compensar y liquidar las operaciones con derivados OTC a través de la CRCC o (ii) celebrando un "acuerdo" posterior al contrato marco local para compensar y liquidar a través de la CRCC dichas operaciones.

3. ASPECTOS PRÁCTICOS DE LA NEGOCIACIÓN DE OPERACIONES DE DERIVADOS

3.1. NEGOCIACIÓN DE OPERACIONES A NIVEL LOCAL

3.1.1. CONTRATO MARCO LOCAL PARA INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS

El Contrato Marco es el resultado de una iniciativa encaminada a producir un contrato estándar local para la negociación de derivados financieros, que permitiera impulsar la negociación de estos productos en el mercado mostrador

colombiano. El Contrato Marco respondió a la necesidad de superar ciertas problemáticas que se presentaban en la industria, como por ejemplo la diversidad de versiones de contratos marco que existían hasta el momento en el mercado local (casi todas las entidades financieras tenían su propio modelo de contrato), lo que dificultaba la negociación de estos instrumentos financieros, así como algunas prácticas riesgosas e inseguras que se venían presentando en la industria, tales como el intercambio de distintos contratos marco entre entidades financieras locales, sin que estos fueran realmente negociados por las partes involucradas.

El Contrato Marco es el fruto de una ardua labor coordinada por la Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia (Asobancaria) con la participación de un grupo de abogados externos e internos de distintas entidades financieras, entre otros profesionales, el cual fue denominado "Grupo de Trabajo del Contrato Marco".

El Contrato Marco fue diseñado y estructurado con base en los lineamientos y requisitos establecidos en el capítulo XVIII de la Circular Básica Contable y Financiera, en particular lo establecido en su anexo 2, referente a los "Aspectos mínimos de los contratos marco para la realización de instrumentos financieros derivados".

Así mismo, la estructura básica y gran parte de las cláusulas más relevantes del Contrato Marco se basan en el *ISDA Master Agreement* (sobre el cual profundizaremos más adelante) y en las mejores prácticas de la industria de derivados en el plano local e internacional.

La adopción del Contrato Marco no fue obligatoria para ninguna de las entidades financieras en Colombia. Sin embargo, reconociendo las ventajas y avances del mismo, actualmente la gran mayoría de las entidades financieras han adherido a él.

3.1.1.1. ESTRUCTURA DEL CONTRATO MARCO

El Contrato Marco permitió cierta estandarización en la negociación de todo tipo de operaciones de derivados en el mercado mostrador colombiano. De esta manera, el Contrato Marco es también conocido como "Contrato multiproducto" o "Acuerdo sombrilla", pues bajo un solo acuerdo o contrato las partes pueden celebrar toda clase de operaciones de derivados (p. ej., *forwards*, *swaps*, opciones).

Para estos efectos, el Contrato Marco (al igual que el *ISDA Master Agreement*) está compuesto por el Acuerdo Maestro, un suplemento y las Confirmaciones.

El Contrato Marco, cuyo texto es inmodificable, es el documento base para la celebración de operaciones de derivados en el mercado mostrador. Este documento contiene las cláusulas generales (entre otras, las obligaciones de las partes, las causales de terminación e incumplimiento, y condiciones para el cumplimiento) que rigen las operaciones, siendo exactamente el mismo para todos los agentes que intervienen en el mercado mostrador.

El Suplemento es el documento a través del cual se lleva a cabo realmente la negociación entre las partes, mediante la modificación o complementación de las cláusulas establecidas en el Contrato Marco. Mediante la negociación del Suplemento las partes ajustan el Acuerdo Maestro a las necesidades y particularidades de cada una, con el fin de obtener un acuerdo "hecho a su medida".

Las Confirmaciones, igualmente, establecen las condiciones financieras de cada producto que se celebre con ocasión del Acuerdo Maestro.

3.1.1.2. CLÁUSULAS MÁS RELEVANTES BAJO EL CONTRATO MARCO

A pesar de la importancia que tienen todas las cláusulas del Contrato Marco en el proceso de negociación del mismo, en el cual se debe tener gran cuidado para no incurrir en abusos y/o desventajas para las partes (no obstante ser las entidades financieras las que tienen el mayor poder de negociación), existen algunas cláusulas que creemos son más sensibles que otras, por cuanto determinan aspectos fundamentales del cumplimiento de las operaciones.

Tal es el caso, por ejemplo, de las cláusulas de compensación, operaciones designadas y la disminución de la calificación crediticia.

3.1.1.2.1. COMPENSACIÓN

La cláusula de compensación permite una mayor eficiencia en los pagos resultantes de las operaciones entre las partes respectivas, porque otorga la posibilidad de determinar cuáles son las obligaciones de las partes en el momento de los pagos, y de realizar un único pago de la parte que resulte deudora luego de hacer los cálculos correspondientes.

La cláusula 7 del Contrato Marco:

> Si las Partes llegaren a ser deudoras recíprocas, las obligaciones existentes entre ellas como consecuencia de este Contrato Marco se extinguirán de acuerdo a los términos de los Artículos 1714 y siguientes del Código Civil, y lo previsto en el

Artículo 2.7.1.7 de la Resolución 400 de la Sala General de la Superintendencia de Valores de Colombia [hoy Superintendencia Financiera de Colombia], conforme a lo pactado por las Partes en el Suplemento o en la Confirmación respectiva.

La compensación aquí prevista será aplicable:

7.1. Por ministerio de la ley, en los términos de los Artículos 1714 y siguientes del Código Civil, incluso dentro del Procedimiento de Liquidación Anticipada y de Terminación Anticipada, cuando las normas colombianas así lo permitan y sin perjuicio de las disposiciones de orden público vigentes;

7.2. Siempre que se trate de obligaciones líquidas, exigibles y pagaderas en bienes fungibles como dinero o valores; bajo el entendido [de] que las obligaciones son jurídicamente exigibles a partir de la fecha en que se pueda determinar el monto pagadero por una Parte a la otra en los términos y condiciones pactados para el cumplimiento de la Operación respectiva;

7.3. Independientemente de la forma de cumplimiento y de la moneda de pago pactada; y

7.4. Entre todas las obligaciones originadas en Operaciones celebradas bajo el Contrato Marco y, cuando así se pacte expresamente en el Suplemento, respecto de las Operaciones Designadas.

En relación con la cláusula de compensación establecida en el Contrato Marco vale la pena resaltar la validez e importancia que tiene tal forma de extinguir las obligaciones, establecida en los artículos 1714 y siguientes CC.

En particular, la compensación como forma de extinguir las obligaciones es fundamental en materia de operaciones de derivados, teniendo en cuenta la multiplicidad y monto de las operaciones que se negocian diariamente en el mercado mostrador. Dado lo anterior, si el Contrato Marco no contemplara la compensación dentro de sus cláusulas, el cumplimiento y pago de las operaciones se tornaría muy difícil pues se presentarían una gran cantidad de flujos de dinero, haciendo extremadamente ineficiente el mercado. No obstante, para que opere la compensación bajo el Contrato Marco se debe cumplir con todos los requisitos establecidos en la ley, a saber[6]:

6 Art. 1715 CC.

- Que las obligaciones sean de dinero o de cosas fungibles o indeterminadas de igual género y calidad;
- Que ambas deudas sean líquidas, y
- Que ambas sean actualmente exigibles.

De esta manera, siempre que se cumplan los requisitos legales antes mencionados, se podrán compensar todas las operaciones de derivados ante la ocurrencia de cualquier evento de incumplimiento o terminación (distinto a los eventos derivados de la insolvencia de alguna de las partes) que conduzca a la liquidación o terminación anticipada del Contrato Marco.

Por otro lado, y como parte de los avances legislativos que se han presentado en los últimos años, se debe tener en cuenta que a partir de la expedición de la Ley 1328 de 2009 (particularmente su artículo 74) es posible compensar obligaciones en caso de terminación anticipada de las operaciones bajo el Contrato Marco en los casos en los cuales los eventos de terminación o incumplimiento estén asociados a la insolvencia, reestructuración de deudas, proceso de liquidación o toma de posesión de alguna de las partes. Lo anterior únicamente será posible siempre y cuando se cumplan las condiciones establecidas en el artículo 74 de la Ley 1328 de 2009.

En efecto, a la luz de la normatividad colombiana aplicable a los procedimientos de insolvencia (Ley 1116 de 2006), cualquier cláusula que hiciera referencia a la terminación anticipada de los contratos por el solo hecho de que una de las partes se viera inmersa en un proceso de insolvencia se consideraba no escrita y era ineficaz. En consecuencia, hasta antes de la entrada en vigencia de la Ley 1328 de 2009, la compensación de operaciones, en situaciones de insolvencia de alguna de las partes, no era permitida.

3.1.1.2.2. OPERACIONES DESIGNADAS

A la luz de la cláusula de operaciones designadas, las partes tienen la posibilidad de abarcar ciertas obligaciones dentro del marco de cumplimiento del Contrato Marco. En efecto, dicha cláusula implica que el incumplimiento de obligaciones distintas a aquellas contempladas por el Contrato Marco conduzca a un incumplimiento del Contrato Marco.

Las operaciones designadas están definidas en el Contrato Marco, en la cláusula 14, "Definiciones", de la siguiente manera:

Operación Designada significa cualquier obligación derivada de una operación o transacción acordada entre las Partes, con independencia de las operaciones celebradas bajo este Contrato Marco, y que corresponda a operaciones de mutuo o préstamo de dinero, la aceptación de letras, el otorgamiento de avales y demás garantías, la apertura de cartas de crédito, los descuentos, las operaciones de reporto o repo, y las operaciones simultáneas y de transferencia temporal de valores; así como cualquier otra pactada por las Partes.

De acuerdo con la definición antes expuesta, bajo la cláusula de operaciones designadas las partes del Contrato Marco se pueden pactar una serie de operaciones *asociadas a obligaciones dinerarias*, cuyo incumplimiento generará también un incumplimiento bajo el Contrato Marco. De esta manera, las partes tienen la posibilidad de aumentar y reducir el ámbito de aplicación de las operaciones designadas incluyendo y eliminando cualquier cláusula que consideren necesario, con base en la definición establecida en el Contrato Marco.

Así las cosas, la aplicación de la definición de operaciones designadas en el Contrato Marco aumenta la probabilidad de que alguna de las partes incurra en un evento de incumplimiento, pues este podrá presentarse no solo por el incumplimiento de las operaciones de derivados bajo el Contrato Marco *sino también por el incumplimiento de obligaciones que no estén cobijadas por el Contrato Marco*. En todo caso, las operaciones designadas siempre deben estar previa y claramente definidas en el Suplemento para determinar el alcance de las mismas.

Dado que esta es una cláusula novedosa en el mercado local de instrumentos financieros derivados y debido a que aumenta las probabilidades de terminación anticipada del Contrato Marco, suele ser una cláusula polémica en el momento de la negociación entre las partes. No obstante, los participantes en el mercado de derivados poco a poco han empezado a entender la importancia de esta cláusula y se han dado cuenta de que es una cláusula comúnmente utilizada en los contratos de derivados suscritos entre contrapartes internacionales, permitiendo su aplicación con algunos ajustes que hacen posible adecuar el contrato a las exigencias de cada una de las partes.

3.1.1.2.3. DISMINUCIÓN DE LA CALIFICACIÓN CREDITICIA

Esta cláusula ha adquirido una gran relevancia en la negociación de contratos marco, y las partes tratan usualmente de establecer parámetros para protegerse en caso de una disminución de la calificación crediticia de la respectiva contraparte. Lo anterior debido a las tensiones que se generaron luego de la

crisis financiera mundial de 2008, y la disminución de la calificación crediticia puede ser un parámetro importante para detectar riesgos en el cumplimiento de las operaciones que las partes no están dispuestas a asumir.

Como se mencionó en acápites anteriores, el capítulo XVIII de la Circular Básica Contable y Financiera establece los aspectos mínimos que deben incorporarse en el Contrato Marco que deben suscribir las entidades financieras para la celebración de operaciones de derivados en el mercado mostrador a nivel local.

Uno de los requisitos mínimos que establece la Circular Básica y que debe estar incluido en el Contrato Marco es la variación de la calificación crediticia de alguna de las partes, *como evento de terminación anticipada* del Contrato Marco.

La misma Circular Básica propone un modelo de cláusula aplicable a aquellos casos en los cuales alguna de las partes sufre una disminución en su calificación crediticia, la cual fue introducida en el Contrato Marco de la siguiente manera:

> 11.1. *Eventos de Terminación.* Se consideran Eventos de Terminación la ocurrencia de cualquiera de los siguientes eventos respecto de una o ambas Partes (la "Parte Afectada"):
>
> [...]
>
> 11.1.5. La disminución de la Calificación Crediticia de la Parte Afectada dos niveles por debajo de la calificación al momento de la celebración de una Operación. Cuando la Parte Afectada no sea objeto de Calificación Crediticia, la ocurrencia del evento previsto por las Partes en el Suplemento, de ser el caso.
>
> [...]

De esta manera, las partes tienen la posibilidad de terminar anticipadamente el Contrato Marco y compensar y liquidar las operaciones vigentes cuando su contraparte sufra una pérdida en su nivel crediticio y por lo tanto no les interese mantener vigentes las operaciones previendo un eventual incumplimiento futuro de la contraparte respectiva, desencadenado por dicha disminución crediticia.

La aplicación de esta cláusula presenta algunas dificultades en el momento de la negociación entre las partes, en la medida en que no todas las contrapartes de las entidades financieras tienen calificación crediticia (específicamente aquellas contrapartes que no son entidades financieras). Lo anterior

ha implicado que las partes busquen algunas alternativas para suplir la falta de calificación crediticia.

La Circular Básica Contable y Financiera sugiere, a título de ejemplo, los siguientes criterios para suplir la ausencia de la calificación crediticia: (i) que permitan determinar una menor capacidad de endeudamiento de la contraparte, o (ii) que permitan determinar un aumento del riesgo crediticio de la misma. Con base en lo anterior, algunos agentes han optado por acordar en los contratos marco que la inclusión de la parte correspondiente (sin calificación crediticia) en una central de riesgo será considerada como una causal de terminación anticipada del Contrato Marco bajo la cláusula de disminución de la calificación crediticia. De esta forma, las entidades financieras no quedan en desventaja frente a la aplicación de esta cláusula en particular, cuando sus contrapartes no tienen una calificación crediticia.

En conclusión, para evitar quedar en desventaja frente a la aplicación de esta cláusula en particular, cuando sus contrapartes no tiene calificación crediticia, establecen en el Suplemento diversos parámetros que les permiten suplir la ausencia de calificación crediticia de sus contrapartes, cumpliendo además con los requisitos mínimos establecidos en el capítulo XVIII de la Circular Básica Contable y Financiera.

3.2. NEGOCIACIÓN DE OPERACIONES A NIVEL INTERNACIONAL ("*CROSS-BORDER DERIVATIVES*")

Al igual que el Contrato Marco, diseñado para regular las operaciones de derivados entre contrapartes colombianas, las operaciones de derivados entre contrapartes internacionales (también llamadas *cross-border derivatives*) están reguladas por un contrato específico, conocido como *ISDA Master Agreement*. De hecho, como se verá más adelante, muchas de las cláusulas del Contrato Marco están inspiradas en los estándares del *ISDA Master Agreement*.

3.2.1. *ISDA MASTER AGREEMENT*

En 1984, un grupo de *traders* de Nueva York se reunieron y formaron la International Swap and Derivatives Association (ISDA), buscando una mayor seguridad y eficiencia en la celebración de las operaciones de derivados.

Desde su creación, el principal objetivo de ISDA ha sido promover la estandarización de los términos contractuales para las operaciones con derivados en el mercado mostrador, para lo cual ha publicado, en los últimos años, diversos modelos de contratos marco (o contratos maestro), conocidos en la industria como *ISDA Master Agreements*. En dichos contratos marco se han recogido las mejores prácticas del mercado y la industria, haciendo cada vez más eficiente la negociación y ejecución de las operaciones.

Vale la pena resaltar que a pesar de que se han publicado varios modelos de contratos, los más utilizados son las versiones 1992 y 2002, referentes a los contratos que usualmente se negocian entre contrapartes internacionales.

La versión del Contrato ISDA de 2002 (la más reciente), gracias a los avances del mercado y a las condiciones propias que se fueron desarrollando en la negociación de las operaciones con derivados, introdujo varias modificaciones a la versión anterior (es decir la versión 1992), dentro de las que se encuentran principalmente: (i) la inclusión del concepto de "*close-out amount*" y de la cláusula de "*set-off*" como parte integral del Contrato Marco, (ii) la inclusión de la fuerza mayor como evento de terminación y (iii) la reducción de ciertos plazos (como por ejemplo algunos periodos de gracia referentes a eventos de incumplimiento).

3.2.2. ESTRUCTURA DEL *ISDA MASTER AGREEMENT*

Como se estableció anteriormente, el *ISDA Master Agreement* fue la base para la elaboración del Contrato Marco y, en consecuencia, comparten una misma estructura.

Los documentos que integran el *ISDA Master Agreement* son básicamente el *ISDA Master Agreement*, el *Schedule* y las *Confirmations*.

El *ISDA Master Agreement* (o Acuerdo Maestro) es la base de la documentación del ISDA y su texto es inmodificable. Al igual que el Contrato Marco en el caso de los derivados locales, el *ISDA Master Agreement* establece las cláusulas que de manera general rigen a las operaciones de derivados.

El *Schedule* es el documento mediante el cual se negocian las cláusulas del *ISDA Master Agreement* entre las partes y, así mismo, es el documento que les sirve a las partes para ajustar el contrato a sus necesidades específicas.

Las confirmaciones son los documentos mediante los cuales se establecen las condiciones financieras de cada una de las operaciones celebradas por las partes.

En este punto es importante aclarar la "jerarquía" de cada uno de los documentos antes mencionados. Atendiendo al principio general según el cual "lo especial prima sobre lo general", y siendo las *Confirmations* los documentos que establecen las condiciones financieras y específicas aplicables a cada una

de las operaciones celebradas, en caso de discrepancia o contradicción entre las Confirmaciones y el *Schedule* prevalecerá lo estipulado en las Confirmaciones. De igual manera, en caso de contradicción entre el *Schedule* y el Contrato Marco se tendrá en cuenta lo establecido en el *Schedule* por sobre lo dispuesto en el Contrato Marco.

3.2.3. CLÁUSULAS MÁS RELEVANTES BAJO EL *ISDA MASTER AGREEMENT*

Teniendo en cuenta que se trata de un contrato aplicable a operaciones *cross-border* o entre contrapartes de diversas nacionalidades, se debe tener una especial atención en el momento de la negociación de un *ISDA Master Agreement* cuando alguna de las contrapartes es colombiana, por cuanto algunas de las cláusulas plasmadas en el *ISDA Master Agreement* que se ajustan a los preceptos de otras legislaciones no resultan del todo válidas a la luz de las normas colombianas.

Dado lo anterior, a continuación se presentan algunas de las cláusulas más importantes a la luz de la legislación colombiana, que a su vez son algunas de las cláusulas de mayor relevancia en la celebración de operaciones de derivados con contrapartes internacionales.

3.2.3.1. *SPECIFIED ENTITIES*

Esta cláusula establece la posibilidad de determinar un grupo de compañías vinculadas de cada una de las partes, a las cuales les resultarían aplicables ciertos eventos de incumplimiento consagrados en la sección 5 del Contrato ISDA, si así se llegare a pactar en el *Schedule*.

La designación de las afiliadas, en caso de que estas existan, como *specified entities* aumenta la posibilidad de incurrir en eventos de incumplimiento pues implica que, siempre que cualquiera de ellas incurra en uno de los eventos de incumplimiento mencionados, respecto de cualquier otra transacción, la otra parte tendrá derecho a terminar todas las transacciones celebradas bajo el Contrato ISDA, aun cuando la contraparte no haya incurrido en ningún evento de incumplimiento.

De acuerdo con lo anterior, la cláusula de *specified entities* será aplicable en aquellos casos en los cuales alguna de las compañías vinculadas de alguna de las partes incumpla una obligación derivada de contratos celebrados con terceros (ajenos al *ISDA Master Agreement*).

3.2.3.2. *CROSS DEFAULT*

Esta cláusula hace alusión a un evento de incumplimiento que se presenta en relación con una obligación dineraria o *specified indebtedness* (correspondiente a cualquier endeudamiento pasivo, presente o futuro, contingente o no) y que de verificarse representaría a su vez un incumplimiento bajo el Contrato ISDA, permitiendo la terminación anticipada contrato.

Adicionalmente, para que se verifique el incumplimiento bajo la cláusula de *cross default*, la obligación que se ha desconocido o el pago que no se ha efectuado (o la suma de ellos) asociados al *specified indebtedness* deben superar el *threshold amount*, también establecido previamente en el *Schedule*.

El *threshold amount* representa el riesgo que están dispuestas a asumir las partes del *ISDA Master Agreement* antes activar la cláusula de *cross default* y declarar la terminación anticipada de las operaciones por incumplimiento del contrato.

En el caso de la cláusula de *cross default*, distinto a lo que sucede con la de *specified entities*, se trata de un incumplimiento de obligaciones existentes entre las partes únicamente. En este sentido, el *specified indebtedness* no podrá recaer sobre obligaciones existentes entre alguna de las partes y terceros ajenos al *ISDA Master Agreement*.

3.2.3.3. *EARLY TERMINATION, AUTOMATIC EARLY TERMINATION* Y *CLOSE-OUT NETTING*

La cláusula de *early termination* permite que, en caso de ocurrir un evento de incumplimiento o terminación, la parte cumplida o no afectada designe una fecha anticipada de terminación, que supondrá que todas las transacciones que se encuentren vigentes se terminen automáticamente en la fecha determinada.

Con independencia del *early termination*, las partes pueden acordar la aplicación del *automatic early termination* en virtud de la cual los eventos de insolvencia de alguna de las partes serán considerados como eventos de incumplimiento bajo el *ISDA Master Agreement*. Lo anterior quiere decir que, si se llegare a presentar un evento de insolvencia en una de las partes, se entiende que la terminación del contrato se presentará de manera automática sin necesidad de notificarse, antes de que se haya decretado el evento de insolvencia.

Por su parte, el *close-out netting* hace referencia de manera general a la terminación anticipada y a la compensación y liquidación de operaciones en los

casos en los cuales se presente un evento de incumplimiento o de terminación del *ISDA Master Agreement*.

A este respecto cabe mencionar que estas cláusulas son válidas y no presentan mayor inconveniente en condiciones normales de las partes, es decir cuando ninguna de ellas se encuentra en una situación de insolvencia.

De otro lado, la aplicación de las cláusulas antes mencionadas en caso de insolvencia de alguna de las partes presenta ciertas restricciones frente a las normas que regulan la insolvencia en Colombia, en especial la Ley 1116 de 2006.

Dado lo anterior, estas cláusulas deben ser cuidadosamente revisadas a la luz del artículo 74 de la Ley 1328 de 2009 y los requisitos de registro de las operaciones que esta consagra para que la terminación anticipada sea válida a la luz de las normas colombianas, en particular de las normas de insolvencia vigentes.

3.3. ARTÍCULO 74 DE LA LEY 1328 DE 2009

Habiendo expuesto las cláusulas más relevantes de cada uno de los contratos que rigen la ejecución de operaciones de derivados tanto a nivel local como internacional (Contrato Marco e *ISDA Master Agreement* respectivamente), así como las restricciones respecto de algunas de dichas cláusulas frente a la legislación colombiana (particularmente en situaciones de insolvencia de las partes), es necesario analizar la respuesta de la legislación colombiana a estas restricciones.

En este sentido, como se mencionó al comienzo de este capítulo, es la Reforma Financiera la que, mediante su artículo 74, brinda las soluciones a la inexigibilidad de algunas de estas cláusulas (*i.e.*, *early termination*, *close-out netting*, etc.) en situaciones de insolvencia de alguna de las partes. Dispone el citado artículo:

> Artículo 74. *Compensación de Operaciones*. Cuando ocurra un proceso de insolvencia o de naturaleza concursal, una toma de posesión para liquidación o acuerdos globales de reestructuración de deudas respecto de cualquiera de las contrapartes en (i) operaciones o posiciones compensadas y liquidadas a través de un Sistema de Compensación y Liquidación o de una Cámara de Riesgo Central de Contraparte, (ii) transferencias de fondos y/o divisas realizadas a través de Sistemas de Pagos, o (iii) en operaciones con instrumentos financieros derivados y productos estructurados que se realicen o negocien en el mercado mostrador y se registren de conformidad con las reglas que establezca el Gobierno Nacional, siempre y cuando al menos una de las contrapartes sea una entidad sometida a inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia o un agente del exterior autorizado según la regulación cambiaria vigente, se podrán terminar anticipadamente y compensar y liquidar las obligaciones recíprocas derivadas de las operaciones y posiciones mencionadas, de tal forma que solamente quedará vigente el monto correspondiente al saldo neto de las mismas. En el caso de la Cámara de Riesgo Central de Contraparte las posiciones abiertas se cerrarán y se compensarán las obligaciones correspondientes de acuerdo con el reglamento de esta. En el caso de los Sistemas de Compensación y Liquidación y los Sistemas de Pago, la compensación de las obligaciones se realizará siguiendo la metodología que cada sistema determine en su reglamento.
>
> Cuando exista un saldo neto a favor de la contraparte que no incurrió en ninguno de los procesos de que trata el presente artículo, esta podrá reclamarlo de conformidad con las disposiciones pertinentes del proceso respectivo. En el caso en que dicha contraparte tenga garantías constituidas en dinero o valores en su poder, otorgadas con relación a las operaciones en cuestión, podrá hacerlas efectivas sin intervención judicial hasta por el monto del saldo a su favor, al precio de mercado vigente en el caso de los valores, en los términos que determine el Gobierno Nacional. Si dichas garantías están constituidas en bienes diferentes a dinero o valores, se podrán hacer efectivas sin intervención judicial, a un valor razonable de mercado, según el procedimiento que establezca el Gobierno Nacional. Las garantías que amparen el saldo neto de la obligación no podrán ser objeto de reivindicación, revocatoria, embargo, secuestro, retención u otra medida cautelar similar, administrativa o judicial, hasta tanto no se pague dicho saldo...

3.3.1. EXIGIBILIDAD DE CLÁUSULAS DE TERMINACIÓN ANTICIPADA Y COMPENSACIÓN DE OPERACIONES, A LA LUZ DEL ARTÍCULO 74 DE LA LEY 1328 DE 2009

Tradicionalmente se ha entendido que cláusulas como el *early termination*, el *close-out netting* y el *set-off* tienen una aplicabilidad restringida dentro de la legislación colombiana, ya que, si bien las normas locales establecen que la compensación de deudas, o "neteo", en principio es permitida, la aplicación de dichas cláusulas se ha encontrado limitada en los casos en que la contraparte colombiana sea objeto de un proceso de insolvencia.

Por otra parte, de conformidad con las normas colombianas anteriores a la Ley 1328 (p. ej., la Ley 1116 de 2006), las garantías concedidas por residentes colombianos a residentes del exterior con ocasión de un *ISDA Master Agreement*

se consideraban en principio exigibles, siempre que la contraparte colombiana no estuviera sujeta a un proceso de insolvencia.

Ahora bien, cuando la contraparte colombiana se veía inmersa en un procedimiento de insolvencia, la ejecución de las garantías otorgadas debía evaluarse en función de diferentes criterios, tales como: (i) el tipo de garantía, (ii) su ubicación y (iii) las leyes de insolvencia transfronteriza (en caso de que existan) entre el país del deudor de la garantía y el país donde se encontraba ubicada la garantía o el acreedor de la misma.

No obstante lo anterior, la Ley 1328 eliminó las restricciones antes mencionadas y les dio a las partes del *ISDA Master Agreement* la posibilidad de terminar anticipadamente las operaciones, liquidarlas y compensarlas en el caso de operaciones con derivados en el mercado mostrador aun cuando la contraparte colombiana esté sujeta a un procedimiento de insolvencia, siempre que se observen los requisitos establecidos en el mencionado artículo 74. La única excepción para la aplicación de este tipo de cláusulas según lo dispuesto en el mencionado artículo 74, es la toma de posesión para la administración en el caso de las entidades vigiladas, pues esta no quedó contemplada dentro de los eventos de insolvencia que pueden dar lugar a la aplicación del *close-out netting*, razón por la cual dicho evento no podría entenderse como un evento de incumplimiento bajo el evento de "*bankruptcy*" del *ISDA Master Agreement*.

Así mismo, en virtud del artículo 74 de la Ley 1328, cuando existan garantías otorgadas por las partes, la parte asegurada tendrá derecho a la compensación de las cantidades adeudadas por el deudor prendario en virtud del *ISDA Master Agreement*, usando las garantías otorgadas a su favor (*i.e.*, las acordadas a través de un "*credit support annex*"), sin necesidad de intervención judicial. Adicionalmente, el artículo 74 establece que las garantías otorgadas no estarán sujetas a reclamaciones, revocación, decomiso, incautación, retención u otras medidas similares establecidas por alguna autoridad administrativa o judicial.

Sin perjuicio de lo anterior, los derechos de terminación anticipada, liquidación y compensación contenidos en la Ley 1328 solo se refieren a obligaciones pendientes de pago *en relación con operaciones con derivados del mercado mostrador, sujetos a los términos del artículo 74 de la Ley 1328, y no incluyen otros pagos pendientes u obligaciones entre las mismas contrapartes por diferentes otros contratos* (p. ej., el artículo 74 de la Ley 1328 no se podría considerar extensivo a otras operaciones que se adeuden entre las mismas partes contractuales, como obligaciones dinerarias comprendidas por el "*cross default*" que prevé el *ISDA Master Agreement*).

3.3.2. DECRETO 4765 DE 2011, POR MEDIO DEL CUAL SE REGLAMENTA EL ARTÍCULO 74 DE LA LEY 1328 DE 2009

3.3.2.1. OPERACIONES ENTRE ENTIDADES SOMETIDAS A LA INSPECCIÓN Y VIGILANCIA DE LA SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA Y AGENTES AUTORIZADOS DEL EXTERIOR O RESIDENTES COLOMBIANOS

El Decreto 4765 de 2011 establece las reglas de registro para efectos de ejercer los derechos de terminación anticipada, liquidación y compensación de operaciones con derivados contenidos en el artículo 74 de la Ley 1328. Adicionalmente y para efectos de lo anterior, el Decreto 4765 exige al residente colombiano conservar, durante la respectiva relación contractual y cinco años más, el contrato marco suscrito entre las contrapartes que contenga los estándares mínimos establecidos por la Superintendencia Financiera de Colombia, el contrato marco ISDA o el prospecto de inversión y sus anexos, de acuerdo con la operación de que se trate, junto con los suplementos, confirmaciones, protocolos, documentos de apoyo crediticio o garantías, puentes correspondientes y cualquier otro documento mediante el cual las partes instrumenten la operación y sus respectivas garantías, así como la información adicional que en ejercicio de sus atribuciones establezca la Superintendencia Financiera de Colombia (en adelante, la "documentación de registro").

En este sentido, cuando se realicen operaciones con instrumentos financieros derivados sobre divisas se deberá: (i) realizar el registro de la operación en un sistema de registro de operaciones sobre divisas, conforme lo establecido en la Resolución Externa 4 de 2009 de la Junta Directiva del Banco de la República, y (ii) conservar la documentación de registro durante todo el período de vigencia de la relación contractual y cinco años más.

Por otra parte, cuando las operaciones con instrumentos financieros derivados no se realicen sobre divisas, el registro se entenderá surtido con: (i) el primer envío de los formatos correspondientes a la valoración de instrumentos financieros derivados a la Superintendencia Financiera, sin perjuicio de las obligaciones periódicas de envío de información de cada operación, así como de la información adicional que sobre el particular establezca la misma entidad, y (ii) la conservación de la documentación de registro durante todo el período de vigencia de la relación contractual y cinco años más. Las operaciones señaladas sobre activos diferentes a divisas que deseen contar con la protección otorgada por el artículo 74 de la Ley 1328 deberán registrarse en un sistema de

registro de operaciones sobre valores administrado por una entidad sometida a inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera, de conformidad con lo establecido en los instructivos de contenido general expedidos por esta y el respectivo reglamento aprobado por dicha Superintendencia.

3.3.2.2. OPERACIONES ENTRE RESIDENTES COLOMBIANOS NO SOMETIDOS A INSPECCIÓN Y VIGILANCIA DE LA SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA Y AGENTES AUTORIZADOS DEL EXTERIOR

Respecto de las operaciones realizadas con instrumentos financieros derivados entre un residente no sometido a inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera y un agente del exterior autorizado, el Decreto 4765 establece que estas deberán registrarse mediante el reporte electrónico de las operaciones de derivados establecido en la Circular Reglamentaria Externa DODM 144 del Banco de la República, para el caso de productos derivados; y de conformidad con el registro efectuado en desarrollo de los artículos 36 y 37 de la Resolución Externa 8 de 2000 de la Junta Directiva del Banco de la República, para el caso de productos estructurados. En ambos casos se deberá conservar la Información a Conservar y aquella indicada en el artículo 3 de la referida resolución por parte del residente colombiano.

> Tengan en cuenta que el registro realizado en los términos anteriormente explicados (i) tendrá por efecto que cuando ocurra un proceso de insolvencia o de naturaleza concursal, una toma de posesión para liquidación o un acuerdo global de reestructuración de la contraparte colombiana, se podrán terminar anticipadamente y compensarse y liquidarse las operaciones con derivados, de tal forma que solamente quede vigente el monto correspondiente al saldo neto de las mismas; y (ii) es responsabilidad exclusiva del residente colombiano[7].

7 La ausencia de este registro no invalida una operación, pero sí implica la imposibilidad de terminar anticipadamente, compensar y liquidar la misma siempre que la contraparte colombiana esté incursa en un proceso de insolvencia.

REFERENCIAS

Banco de la República. Circular Reglamentaria Externa DODM-144.

Banco de la República. Resolución 8 de 2000.

Banco de la República. Resolución Externa 4 de 2009.

Código Civil.

Decreto 2555 de 2010.

Decreto 4765 de 2011.

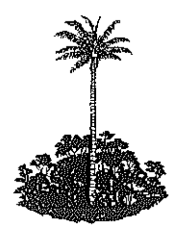
Evolución de la Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional. Enero – Junio 2017. Subgerencia de Estudios Económicos Sector Externo. Banco de la República de Colombia. Bogotá, D.C., septiembre de 2017. Recuperado el 10/10/2017 del sitio: http://www.banrep.gov.co/sites/default/files/ibp_ene_jun_2017.pdf

Ley 1116 de 2006

Ley 1328 de 2009

Ley 964 de 2005.

Superintendencia Bancaria. Circular Básica Contable y Financiera (Circular Externa 100 de 1995).



Editado por el Departamento de Publicaciones
de la Universidad Externado de Colombia
en noviembre de 2018

Se compuso en caracteres Ehrhardt Regular de 11.5 puntos
y se imprimió sobre Holmen Book Cream de 60 gramos
Bogotá (Colombia)

Post tenebras spero lucem

OTRAS PUBLICACIONES

Régimen de insolvencia de la persona natural no comerciante
Juan José Rodríguez Espitia
2015, 372 pp.

El principio de igualdad en la actividad financiera. El caso del acceso a los servicios financieros y el rescate de los bancos "demasiado grandes para quebrar" ("too big to fail")
Luis Fernando López Roca
2012, 408 pp.